



association française
des investisseurs
institutionnels

Enquête Af2i 2021

Allocations d'actifs • **Structures** de portefeuilles
Perspectives et anticipations • **Organisation** et critères de gestion
Relations avec les sociétés de gestion • **Panorama** européen





association française
des investisseurs
institutionnels

Enquête Af2i 2021

Allocations d'actifs • **Structures** de portefeuilles
Perspectives et anticipations • **Organisation** et critères de gestion
Relations avec les sociétés de gestion • **Panorama** européen

Sommaire

Mentions légales

L'Enquête Af2i est une étude appartenant à l'Af2i qui conserve l'entière propriété intellectuelle des documents produits par elle ainsi que l'exclusivité des droits de reproduction, de traduction et de présentation. La diffusion de l'information contenue dans ces documents et la reproduction même partielle et par quelque procédé que ce soit est interdite sans l'autorisation préalable de l'Af2i. Ces informations mises à disposition par l'Af2i ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation à investir dans un quelconque produit. Attention, ces informations récupérées directement par l'Af2i auprès de ses membres et agrégées par l'Af2i sont uniquement indicatives. Ces informations n'ont aucune valeur contractuelle et ne peuvent être considérées comme exhaustives ou exemptes d'erreurs accidentelles. L'Af2i décline toute responsabilité concernant le résultat d'investissements réalisés sur la base des informations et opinions présentées dans cette brochure.

The information made available by Af2i in no way constitutes an offer to sell or a solicitation to invest in any of the products presented. This information has no contractual value and is not guaranteed to be exhaustive or exempt from unintentional errors. Copyright Af2i. No advertising of the Enquête Af2i, no use of any information made available therein without prior approval from Af2i in writing. No distribution of the information available is authorized in any way.

PRÉFACE	06
CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER 2020	08
ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE	12
POINTS MAJEURS DE L'ENQUÊTE Af2i 2021	16
PRÉAMBULE MÉTHODOLOGIQUE	17
<hr/>	
01. TYPOLOGIE INSTITUTIONNELLE	20
Répartition des répondants	
par taille, famille et cadre réglementaire	20
Actifs gérés par type d'engagement	22
<hr/>	
02. RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE	
GLOBAL PAR CLASSE D'ACTIFS	26
🗨️ Témoignage : AG2R	33
<hr/>	
03. PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	34
Actions	34
🗨️ Témoignage : ERAFP	41
Obligations	42
🗨️ Témoignage : MACSF	53
Obligations convertibles	54
Prêts et fonds de dette	55
Liquidités	57
Immobilier	59
Gestions alternatives	66
Capital-investissement	67
🗨️ Témoignage : FRR	69
<hr/>	

04. PERSPECTIVES 2021	70
Allocation stratégique globale	70
Allocation stratégique globale par famille d'investisseurs	72
Prise en compte de l'inflation	75
Actions	77
Obligations	78
Liquidités	80
Immobilier	81

05. ORGANISATION ET CRITÈRES DE GESTION	82
Démarche de gestion actif-passif et d'allocation stratégique	82
Allocation tactique	83
Opinion sur divers produits et techniques	84
Indicateurs et règles de gestion	86

06. ISR / ESG	88
Généralités sur l'ISR / ESG	89
Thématiques privilégiées en matière de développement durable	93
Publications/adhésions	95
Investissement à impact	95
Cartographie, nomenclature et taxonomie	96
🗨️ Témoignage : CDC	98

07. RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION	100
Délégation de gestion	100
Critères de sélection pour un mandat	103
Critères de sélection des OPCVM	104
Critères de sélection des sociétés de gestion	106
Garanties de sécurité	107
Cessation des relations avec des partenaires financiers	109
Charte SGP / Investisseurs	110
Qualité des relations avec les sociétés de gestion	111

CONCLUSIONS DE L'ENQUÊTE AF2I 2021	112
---	------------

08. PANORAMA EUROPÉEN	114
Préambule méthodologique	115
Focus sur les produits d'épargne retraite complémentaire	117
Panorama des investisseurs institutionnels en Europe	120
L'épargne des ménages et le rôle joué par les investisseurs institutionnels	121
Les investisseurs institutionnels dans le reste du monde	122
Les spécificités nationales	123
Conclusion de l'OEE	142

ANNEXES	144
Présentation de l'Af2i	144
Liste des Membres Actifs de l'Af2i	145

Préface

L'Af2i est heureuse de vous présenter les résultats de l'enquête qu'elle réalise auprès de ses Membres Actifs.

Depuis 15 ans, chaque année, cette enquête s'adapte à la fois pour interroger sur ce qui fait l'actualité et sur ce qui constitue le travail de fonds des investisseurs institutionnels. Ses lecteurs peuvent mettre en perspective les évolutions des choix des investisseurs avec une richesse d'information grâce à la fidélité d'un socle de répondants, même si les interprétations doivent toujours être conduites avec prudence. Elle vise en premier lieu à dresser une cartographie du marché institutionnel français par type d'engagement, donnant aux **adhérents (Membres Actifs)** les moyens de se comparer et aux **prestataires (Membres Partenaires)** de servir aux mieux les investisseurs.

Pour l'Af2i, cette enquête permet de peser dans les débats et de représenter le marché institutionnel français dans ses contacts internationaux.

Cet état des lieux est important. On y lit le travail de chaque institution pour trouver les meilleurs investissements pour chaque situation, mais aussi on y perçoit le reflet des réglementations, notamment prudentielles. On voit également dans cette enquête le résultat de décisions anciennes, car la rotation des portefeuilles est toujours modérée, mais également l'influence des performances passées de chacun des types de produits dans des conditions de marchés et des contextes économiques qui furent vécus depuis les années 1980. De ce fait, dans les prochaines années, il sera intéressant de mesurer les impacts de la situation inédite actuelle, caractérisée par les taux d'obligations très faibles ou négatifs et des actifs sur des plus haut de valorisation.

À ces éléments purement financiers s'ajoute la dimension extra-financière qui devient, par engagement des acteurs ou par obligation réglementaire, une composante majeure des décisions et des actions des investisseurs. L'enquête en rendra compte au fur et à mesure des évolutions.

Les investisseurs institutionnels : qui sont-ils ?

Il n'existe pas de définition juridique internationale des investisseurs institutionnels. Ce terme qualifie des entités qui sont en situation structurelle d'excédents financiers. Ces excédents sont liés à des situations très diverses. On peut en rencontrer parmi ceux qui bénéficient d'un cycle économique inversé, les paiements par les clients sont encaissés avant les prestations, c'est le cas des assureurs. On peut y inclure des fonds affectés à un usage particulier, pour la retraite dans le cas des fonds de pension, pour des buts stratégiques, c'est le cas des fonds souverains, pour des buts caritatifs, c'est le cas des fondations. On peut également trouver des entités dont le rythme et le montant des encaissements laissent des excédents permanents de trésorerie.

L'Af2i a, quant à elle, qualifié d'investisseurs institutionnels les seules entités privées ou publiques, dont les engagements et/ou les actifs sont régis par un texte législatif ou réglementaire, par un organisme central ou une fédération d'entités. Plusieurs associations de place étrangères, avec lesquelles l'Af2i est en contact, retiennent cette définition.

Les investisseurs institutionnels agissent aussi bien dans le cadre de fonctions d'assurance, de retraite, de prévoyance que dans celui de la solidarité nationale, dans la couverture de passifs industriels ou encore en remplissant des missions d'intérêt public, au travers par exemple de fonds de garantie ou de fondations.

Leur mission fondamentale est de couvrir leurs engagements par des actifs qu'ils gèrent et font prospérer afin de financer soit des prestations, soit une rente ou un capital au terme. La gestion est réalisée au bénéfice de leurs ayants droit. Les capitaux détenus sont constitués soit par des dotations régulières ou non, soit par des versements réguliers. Ces capitaux sont investis dans des actifs qui génèrent les flux souhaités pour leurs bénéficiaires. Cette gestion peut s'étendre sur plusieurs décennies.

En France, on distingue une vingtaine de familles institutionnelles différentes qui, en termes de placement, n'ont certes pas toutes les mêmes contraintes, mais toutes sont confrontées aux mêmes problématiques pour définir une politique d'investissement et de gestion de leurs actifs, et la valider par rapport à leurs engagements. Les sociétés d'assurances anonymes et mutuelles relèvent ainsi du Code des assurances, les mutuelles du Code de la mutualité, les institutions de prévoyance et les caisses de retraite du Code de la Sécurité sociale. À côté, on trouve quelques fonds de pension français, certaines associations à statuts et vocations spécifiques, les fondations reconnues d'utilité publique et les fonds de dotation, ainsi que des banques à vocation spécifique, diverses entités publiques bien connues (Fonds de réserve pour les retraites, Caisse des Dépôts, fonds de garantie divers, etc.). Autre exemple : depuis 2006, les entreprises françaises du secteur nucléaire ont vu leurs engagements et leurs actifs réglementés par une loi de 2006 et un décret de 2007 : EDF, AREVA (devenu ORANO) et le CEA sont ainsi devenus des investisseurs institutionnels couvrant par des actifs financiers leurs engagements de très long terme. Il faut souligner que certaines institutions peuvent relever de plusieurs réglementations. Ainsi les groupes de prévoyance sont généralement soumis au Code des assurances et au Code de la Sécurité sociale.

Au total, les investisseurs institutionnels investissent, gèrent, arbitrent, suivent leurs portefeuilles en propriétaires (« *asset owners* »). Les produits financiers qu'ils génèrent concourent à des services spécifiques qui ne sont pas nécessairement financiers. Leurs besoins et attitudes, face à l'investissement et à leurs conséquences sont donc **différents des gérants d'actifs pour compte de tiers** (« *asset managers* », « *family offices* », sociétés de gestion de fonds de capital investissement, etc.), dont la mission principale est de gérer, selon des formats appropriés et de plus en plus régulés, des capitaux, pour des types de clientèles déterminées, avec des objectifs de gestion généraux ou spécifiques affichés (classes d'actifs, performance, risque, etc.).

Les investisseurs institutionnels : pour quelles missions ?

Ainsi les investisseurs institutionnels et leurs entités en France, avec toute leur diversité, sont une expression de ce que l'on a appelé autrefois médiatiquement le « vivre ensemble », non de façon séparée mais de façon organisée et souvent solidaires. Ces institutions

dans lesquelles ils agissent mettent en œuvre des dispositifs établis pour que chacun trouve protection et sécurité tout au long de son existence. Avec les mots d'aujourd'hui, ce sont des entités « durables » qui prennent en compte les conséquences d'événements passés, présents et à venir. Les investisseurs institutionnels donnent par leurs investissements les moyens à leurs organisations de répondre à ce que l'on appelait un « intérêt social », expression d'un besoin permanent de nos concitoyens. Dans le vocabulaire des sociologues anglo-saxons, ils font partie des « *Commons* », ces expressions du bien commun qui fondent les communautés vivantes et fortes.

L'Af2i au service des investisseurs institutionnels

L'Af2i s'est donnée une *raison d'être* en janvier 2021 : « **Placer le long terme au cœur des dispositifs économiques, sociaux et financiers** ». Cet objectif est devenu central dans la politique européenne qui affiche une volonté d'installer en Europe une croissance durable pour laquelle, selon les propres mots de la Commission européenne, « durabilité et long-termisme vont de pair ».

Cette enquête s'inscrit donc dans cette perspective : nous espérons qu'elle sera utile à tous les Membres Actifs et à tous les Membres Partenaires pour concourir à cet objectif commun.

Pour conclure cette préface, il nous faut remercier tout d'abord tous nos Membres Actifs qui ont pris du temps et du soin pour répondre aux questions et nous donner des informations aussi pertinentes que possibles. Parmi ces membres, nous adressons un merci chaleureux à tous les présidents de commissions de l'Af2i, Éric DUBOS de la Macsf, Michel MANTEAU de la Carmf et Joël PROHIN de la Caisse des Dépôts et Consignations, pour leur implication dans l'élaboration du questionnaire et pour leurs conseils avisés. Merci à l'équipe de l'Af2i qui a réalisé cette enquête et ce document : Christophe NIJDAM, Sylvie MALÉCOT, Camille SCHELLES et Émilie BALARD, et merci très chaleureusement également à Grégoire NAACKE de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE).

Tous, ils nous permettent de vous offrir cette étude, parmi les plus complètes en Europe, que vous allez découvrir dans les pages suivantes.

Hubert Rodarie
Président de l'Af2i

Contexte économique et financier 2020 : dans le calendrier chinois, l'année du pangolin !

Sombre, incroyable, dramatique, extraordinaire,...

Les adjectifs ne manquent pas pour qualifier une année 2020 inédite, et totalement imprévisible. L'environnement économique et financier est devenu dès début 2020 anxiogène, en raison de l'épidémie du coronavirus, qualifiée le 30 janvier par l'Organisation mondiale de la santé d'« *urgence de santé publique de portée internationale* ». Le virus Covid-19 a réussi, une bonne partie de l'année, à faire oublier le Brexit du 31 janvier 2020, date à laquelle le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne après 47 ans de mariage.

Le choc exogène provoqué dans tous les pays développés, par la mise en mode « pause » des hommes et des entreprises au printemps, et par les « *stop and go* » à partir de l'été 2020, décidés pour contrer la crise sanitaire, est d'une violence économique et sociale forte. Il l'a été d'autant plus pour la France, peu préparée à la réalité d'une pandémie, que les fleurons français, qui semblaient intouchables, figurent parmi les secteurs les plus touchés - aéronautique, tourisme, luxe, ...

Les grands agrégats estimés pour 2020 sur la France, — 11 % de décroissance, de déficit public et de chômage, avec une dette publique en hausse sur une année de 21 points de pourcentage de PIB — donnent le tournis. La similitude avec l'ensemble des économies développées ne rassure pas.

Le produit intérieur brut mondial s'est contracté de -4,1 % en 2020 : le monde a subi la récession la plus profonde depuis la Seconde Guerre mondiale. À la

mi-juillet 2011, plus de quatre millions d'êtres humains sont morts du coronavirus dans le monde selon l'Université John Hopkins et plus de 188 millions ont été contaminés.

Face à cette situation d'exception, les marchés financiers n'ont pas durablement marqué d'inquiétudes. Au cours de 2020, ils se sont même largement déconnectés de l'économie réelle.

En l'absence de traitement thérapeutique face à un virus inconnu, contagieux et mortel dans de nombreux cas, les gouvernements ont décidé de traiter la maladie par un confinement des populations, plus ou moins strict selon les pays et les stades de l'épidémie. Entre mi-mars et mi-mai 2020, ils ont ordonné l'arrêt de l'activité.

Conséquence directe, les PIB se sont effondrés : au second trimestre 2020, les PIB de la zone euro et de la France reculent respectivement de -11,8% et -13,8%, le PIB américain de -31,4% en rythme annualisé. Les bénéfices des entreprises disparaissent, se transforment en pertes et dans beaucoup de secteurs en opérations de sauvetage : compagnies aériennes, aéroports, constructeurs automobiles, tourisme, aéronautique.

De prime abord effrayés, les marchés financiers ont subi en février-mars 2020 un krach majeur. Les bourses d'actions se sont effondrées. Les prix du pétrole et des matières premières ont suivi sous l'effet de l'écroulement de la demande et de l'accumulation problématique des stocks : le 20 avril, l'échéance de mai du WTI sur le Nymex est tombée en territoire négatif à -37 USD !

Les *spreads* de crédit se sont envolés, d'autant plus vite que la liquidité des marchés *corporate* s'est tarie avec le confinement des intervenants, les salles de marché ayant été vidées pendant les mises en place d'un télétravail imposé.

Les conditions exceptionnelles ont provoqué une nouvelle baisse des taux obligataires en 2020, de l'ordre de 50 points de base sur les principaux marchés européens : la courbe OAT est très largement revenue en territoire négatif.

Puis, les bourses n'ont cessé de remonter depuis le printemps, sauvées et dopées par la magie « banque centrale », c'est-à-dire la création monétaire. En réponse au désastre annoncé, banques centrales et gouvernements, ont orchestré un sauvetage historique, par une intervention rapide, massive et simultanée : agissant de concert, ils ont permis de sauver le système, instruits qu'ils étaient de la crise financière de 2008.

La récession a été en quelque sorte imposée par les États, qui décident des niveaux de confinement. Les marchés se sont rapidement convaincus que la relance serait, elle aussi, administrée.

À partir de mai, le déconfinement a permis aux économies de redémarrer et les marchés financiers sont repartis de l'avant, pour ne plus s'arrêter. Leur hausse ininterrompue s'est même accélérée en novembre sous le double effet de l'arrivée des vaccins Pfizer BioNTech et Moderna, et de la victoire de Joe Biden le 3 novembre comme 46^e Président des États-Unis. Le candidat démocrate a battu Donald Trump au cours d'un scrutin serré et durement contesté par ce dernier jusqu'à la ratification de l'élection le 14 décembre 2020 par le Collège des grands électeurs. L'arrivée de Joe Biden a laissé espérer un changement de style et des échanges plus apaisés avec l'exécutif américain.

Les marchés actions n'ont pas bénéficié de la même manière du vent d'optimisme de fin d'année. Les indices américains ont été les plus portés, le Dow Jones gagnant +7,2% sur 2020, le S&P500 +16,3% et le Nasdaq +43,6%, traduisant l'attrait pour les investisseurs des secteurs de la technologie et de la santé. En Europe, malgré leur rattrapage de novembre 2020, les bourses sont restées en baisse sur l'année : le Stoxx 600 a perdu -4%, le CAC 40 -7,14%, tandis que le FT100 britannique, plombé par le Brexit, a chuté de -18,9% en euros. En Europe, seul le Dax allemand finit en territoire positif, en gagnant +2,8% en 2020. Les *spreads* de crédit ont retrouvé fin 2020 leurs niveaux de fin 2019.

Au cours de l'année 2020, le dénominateur commun à toutes les économies reste l'explosion des dettes publiques et privées.

Les plans de relance ont gonflé les dettes publiques, et en conséquence les appels au marché des Trésors publics. En parallèle, les bilans des banques centrales augmentent fortement : en 2020, les grandes banques centrales — Réserve fédérale américaine, Banque centrale européenne, Bank of England, Bank of Japan —, ont acheté plus de 6 500 milliards de dollars, via leurs programmes d'achats quantitatifs, composés essentiellement d'emprunts d'État.

Dès mars 2020, le Congrès américain a voté un plan de 2 200 Mds USD. Le déficit budgétaire fédéral s'élève sur l'année fiscale 2020 à 3 132 Mds USD, soit 14,9% du PIB.

L'Union européenne a voté un plan de 750 Mds EUR, qui n'a été adopté par le Conseil de l'Europe qu'en décembre 2020. Ce plan, qui peut apparaître modeste, vient compléter les plans nationaux.

Fin mars 2020, le parlement allemand a voté un ensemble de mesures pour près de 1 100 Mds EUR, soit un montant équivalent à 14% du PIB allemand. La France, pour assumer le « *quoi qu'il en coûte* » des mesures de soutien aux entreprises et aux ménages et faire face à l'envolée de sa dette publique qui a atteint 116,2% du PIB, a emprunté en 2020 sur les marchés financiers 260 milliards d'euros.

La dette privée des entreprises a également crû de façon colossale. Selon le cabinet Refinitiv, les entreprises ont levé mondialement en 2020 3 800 Mds USD, dont 2 950 Mds USD en produits de dettes et 850 Mds USD en fonds propres.

Les diverses analyses prospectives tablent sur une reprise lente et inégale à partir de 2021, voire seulement en 2022, selon le niveau de succès attribué aux différents vaccins pour contenir, voire résorber, l'épidémie. Post crise, passée la phase de rattrapage au-delà du potentiel sur quelques mois, les risques sont d'une croissance durablement faible, en raison de l'accroissement des déficits structurels et d'un endettement des entreprises, dont les coûts de refinancement auront crû.

PERFORMANCES DES PRINCIPAUX MARCHÉS ET INDICES MONDIAUX AU 31 DÉCEMBRE 2020

INDICES BOURSIERS

		31.12.2020	YTD	
	Monde	MSCI Monde (devise locale)	739	12,30%
		MSCI Marchés Emergents	71 693	16,60%
	États-Unis	Dow Jones	30 606	7,20%
		S&P 500	3 756	16,30%
		Nasdaq	12 888	43,60%
		Russel 3000	2 248	18,80%
	Canada	S&P TSX	6 587	-1,50%
	Zone euro	Eurostoxx 50	3 553	-5,10%
		Stoxx 600	399	-4,00%
		ECl Euro (Convertibles)	4 116	6,06%
	France	CAC 40	5 551	-7,10%
	Allemagne	DAX 30	13 719	3,50%
	Italie	MIB	22 233	-5,40%
	Espagne	IBEX 35	8 074	-15,50%
	Portugal	PSI 20	4 898	-6,10%
	Suisse	SMI	10 704	0,80%
	Royaume-Uni	Footsie 100	6 461	-14,30%
	Japon	Nikkei 225	27 444	16,00%
	Hong Kong	Hang Seng	27 231	-3,40%
		CSI 300	5 211	27,20%
		Shanghai SSE Comp	3 473	13,90%
	Chine	Shenzhen SZSE Comp	2 329	35,20%
		Corée du Sud	KOSPI	2 873
	Singapour	STI	2 844	-11,80%
	Australie	S&P ASX 200	6 587	-1,50%
	Brésil	Bovespa	119 017	2,90%
	Argentine	Merval	51 226	22,90%
	Russie	RTS	1 387	-10,40%
	Inde	Nifty 50	13 982	14,90%
	Afrique du Sud	JSE all shares	59 409	4,10%

MATIÈRES PREMIÈRES

		31.12.2020	YTD
	Pétrole brut : Brent USD/baril	51,8	-21,50%
	Gaz naturel : Henry Hub	2,5	16,00%
	Or : New York USD/Once	1895,1	24,40%
	Cuivre : Londres USD/Tonne	7766	25,80%
	Acier : États-Unis USD/tonne	1005	70,90%
	Quotas européens d'émission de CO ₂ : EUR/Tonne	32,0	28,50%

Source : Bloomberg

PERFORMANCES DES PRINCIPAUX MARCHÉS ET INDICES MONDIAUX AU 31 DÉCEMBRE 2020

TAUX D'INTÉRÊT (EMPRUNT D'ÉTAT À 10 ANS EN DEVISE LOCALE)

		31.12.2020	31.12.2019
	États-Unis	0,91%	1,91%
	Canada	0,68%	1,70%
	Australie	0,98%	1,37%
	France	-0,34%	0,12%
	Allemagne	-0,58%	-0,19%
	Italie	0,52%	1,43%
	Espagne	0,06%	0,47%
	Royaume-Uni	0,20%	0,83%
	Suisse	-0,49%	-0,47%
	Japon	0,02%	-0,02%
	Chine	3,20%	3,20%
	Hong-Kong	0,80%	1,80%
	Singapour	0,80%	1,70%
	Brésil	7,00%	6,80%
	Russie	5,90%	6,20%
	Inde	5,90%	6,60%
	Afrique du Sud	8,70%	8,30%

DEVICES (TAUX DE CHANGE POUR 1 USD)

			31.12.2020	31.12.2019
	Zone euro	EUR	1,22	1,12
	Royaume-Uni	GBP	1,37	1,32
	Suisse	CHF	0,88	0,97
	Japon	JPY	103,25	108,68
	Canada	CAD	1,27	1,30
	Australie	AUD	0,77	0,70
	Chine	CNY	6,50	7,00
	Inde	INR	73,10	71,40
	Russie	RUB	74,00	62,10
	Afrique du Sud	ZAR	14,70	14,00
	Argentine	ARS	84,10	59,90
	Brésil	BRL	5,20	4,00

DEVICES (TAUX DE CHANGE POUR 1 EUR)

			31.12.2020	31.12.2019
	Royaume-Uni	GBP	0,89	0,85
	Suisse	CHF	1,08	1,09

Source : Reuters

Environnement réglementaire : *Stops and Go*

Au même titre que l'économie, l'environnement réglementaire a été fortement perturbé en 2020 par la crise sanitaire Covid-19.

On peut répertorier les textes en deux catégories : ceux qui ont été bloqués par la crise Covid-19, et ceux qui ont été accélérés ou sont nés de cette crise.

La présentation ci-dessous est une rapide revue des textes qui ont pesé en 2020, impactant l'univers institutionnel français, et n'est en aucun cas une liste exhaustive du riche corpus législatif de l'année.

Dans la première catégorie, la réforme la plus emblématique, stoppée par le confinement, est **la loi instituant un Système Universel de Retraites (SUR)**. Examiné en Conseil des ministres le 24 janvier 2020, le texte de la loi ordinaire, socle de la réforme, est arrivé en séance plénière à l'Assemblée nationale le 17 février 2020 dans le cadre d'une procédure accélérée, avec une seule lecture dans chaque chambre. Face aux milliers d'amendements présentés par les oppositions, et à la lenteur des débats, le Premier ministre Édouard Philippe a engagé, samedi 29 février 2020, devant l'Assemblée nationale la responsabilité du gouvernement pour faire adopter sans vote le projet de réforme des retraites, avec le recours à l'article 49.3 de la Constitution.

Le projet de loi ordinaire, ainsi adopté, comportait 129 pages en 65 articles, auxquelles s'ajoutaient 1 029 pages d'étude d'impact, organisés en cinq titres :

- le Titre I détaille l'architecture juridique du SUR et précise les principaux paramètres en matière de cotisation, d'acquisition et de calcul des droits ;

- le Titre II porte sur les conditions de départ à la retraite, notamment sur les transitions entre vie active et retraite, et sur les dispositifs de départ anticipé ;
- le Titre III définit les dispositifs de solidarité du SUR, notamment la retraite minimale, la prise en compte des interruptions d'activité, les éléments familiaux et la réversion ;
- le Titre IV détaille l'architecture organisationnelle du SUR, ainsi que son pilotage et son architecture financière ;
- le Titre V prévoit les modalités d'entrée en vigueur et de transition vers le SUR, ainsi que les habilitations d'ordre général et ratifie certaines ordonnances.

Le déclenchement du 49.3 ne signifiait toutefois en aucun cas l'adoption définitive du texte, ni la fin du parcours législatif de la réforme des retraites. L'Assemblée nationale aurait dû se prononcer en mars sur le projet de loi organique, deuxième volet de la réforme.

L'ensemble de la réforme aurait ensuite été transmis au Sénat, qui aurait probablement réécrit une grande part de la réforme, et espéré qu'une partie des ajouts intégreraient définitivement le texte. En effet, une fois le texte adopté par les sénateurs, des représentants des deux chambres se seraient retrouvés en commission mixte paritaire (CMP) pour tenter de s'accorder sur une version commune du texte.

Enfin, vingt-neuf ordonnances auraient précisé sur le plan opérationnel les deux projets de loi. Le renvoi à des

ordonnances est légitimé par le Gouvernement par la nécessité de prendre en compte, in fine, les résultats de concertations en cours, en particulier avec les organisations syndicales et certaines branches professionnelles. Le confinement strict du printemps 2020 a stoppé net le processus réglementaire. Il est probable qu'aucune réforme des retraites d'envergure n'interviendra avant la fin du quinquennat d'Emmanuel Macron : au mieux, aura-t-on quelques ajustements à la marge du système existant.

Second texte dont la mise en œuvre opérationnelle a été fortement freinée par la crise sanitaire : la loi Pacte. Certes, **le Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises (PACTE)** a été adopté en première lecture à l'Assemblée nationale le 9 octobre 2018. L'ordonnance 2019-766 portant réforme de l'épargne retraite date du 24 juillet 2019. La loi PACTE créait un cadre commun aux produits actuels d'épargne retraite supplémentaire, le « Plan d'épargne retraite » (PER), lequel se décline en un PER individuel et deux PER collectifs, et qui intègre les précédents PERP, les contrats Madelin, les PERE (plan d'épargne retraite entreprise) ou les PERCO. Les nouveaux produits pouvaient être commercialisés à partir du 1^{er} octobre 2019.

Mais la crise sanitaire a bloqué les campagnes d'information et les réunions commerciales avec les prescripteurs et les entreprises. L'épargne accumulée pendant les mois de confinement a davantage bénéficié à des dépôts fortement liquides qu'aux versements sur des produits de long terme, comme l'assurance vie ou l'épargne retraite. De fait, la progression projetée initialement par Bruno Lemaire — doubler les encours de 250 à 500 milliards d'euros en retraite supplémentaire d'ici 2022 — a été plus que ralentie. Ce n'est sans doute que partie remise, même si les conséquences économiques et sociales de la crise sanitaire laisseront des traces durables, et modifieront probablement certains comportements d'épargne.

Texte européen mis en mode « pause » : les révisions de la directive Solvabilité II.

Sont particulièrement concernés : la révision de la mesure du risque de taux et l'intégration du risque de changement climatique.

L'approche actuelle du **risque de taux** dans la formule standard de la directive Solvabilité II, calibrée à partir des données antérieures à 2009, consiste à appliquer,

pour chaque maturité, un choc relatif (positif ou négatif) aux taux *spot*, en tenant compte d'un *floor* absolu de 1 % si le choc est à la hausse et d'un *cap* égal à 0 si le choc est à la baisse. L'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) considérait dès début 2019 que cette approche était inappropriée pour mesurer le risque de taux d'intérêt dans un environnement économique de taux constamment bas : aux yeux du régulateur européen, elle présentait des lacunes qui conduiraient les acteurs à sous-estimer le risque de taux d'intérêt réel, et donc à sous-estimer leur besoin en fonds propres. La baisse des taux en zone euro d'environ 50 points de base en 2020 sera de nature à relancer le débat en 2021.

Sur les enjeux de climat, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) a lancé le 16 juillet 2020 un exercice pilote de grande envergure au niveau national relatif à l'évaluation des **risques climatiques** dans le secteur financier français. Le risque physique vise à mesurer l'impact direct du changement climatique sur les personnes et les biens (sécheresses, inondations, épisodes climatiques extrêmes, etc.). Au programme, plusieurs scénarios de *stress-test* à l'horizon 2050 qui combinent impacts macroéconomiques et sectoriels, hypothèses financières et risques physiques. Sur la base du volontariat, les banques et assureurs participants devront communiquer au superviseur une douzaine d'états de *reporting* d'un niveau de détail élevé sur leurs actifs et leurs passifs ainsi qu'une note méthodologique explicative. L'exercice pilote n'a pas porté sur la solvabilité des institutions participantes, et les résultats ne sont pas a priori assortis d'exigences en capital réglementaire.

Sur le plan européen, l'EIOPA s'est intéressée de près à ces risques et envisageait la mise en place de *stress tests* autour du risque climatique dès 2021. En France, un second tour a été reporté au printemps 2021 pour assurer une cohérence entre les secteurs bancaire et assurantiel et une prise en compte indirecte du risque physique par les banques. En effet, les banques s'estiment généralement couvertes par les assureurs contre la matérialisation du risque physique, tandis que ces derniers s'estiment l'être par les réassureurs.

D'autres projets ont suivi leur calendrier, et en particulier **la taxonomie européenne**, dans son volet environnemental. Sur la base des travaux du Groupe

Technique d'Experts (TEG) constitué à la suite du HLEG — *High Level Expert Group* — pour décliner certains axes du plan d'action pour la finance durable de la Commission européenne, le Parlement européen a adopté, le 19 juin 2020, la nouvelle législation sur les investissements durables, produisant la taxonomie tant attendue. Ce nouveau cadre européen doit permettre de diriger rapidement les capitaux vers les activités les plus « vertes ».

Cette loi sur les investissements durables fixe une série d'objectifs environnementaux et permet à une activité économique d'être labellisée écologiquement durable si elle contribue à au moins l'un de ces objectifs sans nuire de manière significative à aucun des autres. Le référentiel commun entrera en vigueur en 2022.

Les six objectifs sont les suivants :

1. Atténuation du changement climatique : l'impact d'une organisation sur l'environnement
2. Adaptation au changement climatique : l'impact de l'environnement sur une organisation
3. Utilisation durable et protection de l'eau et des ressources marines
4. Transition vers une économie circulaire, prévention et recyclage des déchets
5. Prévention et réduction de la pollution
6. Protection des écosystèmes sains

Un établissement de critères « verts » est jugé comme « *essentiel pour mobiliser davantage de fonds publics et privés pour atteindre l'objectif de la neutralité carbone européenne d'ici 2050* », selon un communiqué du Parlement. Une activité économique alignée sur la taxonomie devra respecter des critères qualitatifs et quantitatifs propres à chaque objectif (méthodologies et seuils).

Il s'agit du premier système mondial de classification des activités économiques durables sur le plan environnemental. La nouvelle taxonomie répond, pour le Parlement européen, à un objectif clair de mettre fin au « *greenwashing* » : les entreprises n'auront d'autre choix que de changer leur modèle économique pour se prévaloir d'arguments écologiques. À un niveau plus global, la publication d'une taxonomie verte européenne va mettre en lumière les secteurs d'activités où il est préférable d'investir pour permettre à l'Europe d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050.

Cet objectif entre dans le contexte du **Pacte vert européen (Green Deal)** qui met le changement climatique

au premier plan du continent en proposant trois axes :
 — atteindre zéro émission nette de carbone en 2050,
 — décorréliser la croissance de l'utilisation des ressources,
 — préserver la biodiversité et réduire la pollution.
 Pour réussir sa transition bas-carbone, l'Union européenne a prévu de mobiliser 1 000 milliards d'euros entre 2021 et 2027. Une part de ces capitaux s'intégrera dans le plan de relance économique européen, décidé pour faire face à l'après-crise Covid-19.

Après des mesures fortes de soutien aux entreprises et aux salariés durant les mois d'arrêt économique, l'appareil législatif s'est en effet tourné dès l'été 2020, tant au niveau national qu'au plan européen, vers les enjeux d'une relance rapide, efficiente et socialement équitable. Ainsi, le gouvernement français a lancé, le 3 septembre 2020, **France Relance**, un « *plan de relance historique de 100 milliards d'euros pour redresser l'économie et faire la "France de demain". Inscrit dans la continuité des mesures de soutien aux entreprises et salariés lancées dès le début de la crise de la Covid-19, ce plan vise à transformer l'économie et créer de nouveau l'emploi. Il repose sur trois piliers : l'écologie, la compétitivité et la cohésion.* »

Les 100 milliards d'euros intègrent 40 milliards d'euros de contributions européennes. L'Union européenne finance ainsi 40% du plan de relance français. Ces subventions directes seront versées à la France sur la base d'une stratégie d'investissements et de réformes que le Gouvernement devait présenter début 2021 à ses partenaires européens et à la Commission européenne. Cette stratégie, appelée « **plan national pour la relance et la résilience** », couvre la période 2020-2023. Les financements européens seront attribués pour soutenir des investissements et des réformes qui ont un effet durable sur la productivité, qui accompagnent et accélèrent la transition écologique et numérique et qui facilitent la convergence des économies européennes. Certaines mesures ont été adoptées avec la 3^e loi de finances rectificative pour 2020 (LFR3) en 2020. D'autres sont inscrites dans les projets de loi de finances pour 2021.

D'autres décisions, de nature plus comptable, ont suivi le calendrier initialement prévu, d'autant plus aisément qu'elles entraient en 2020 dans la phase de mise en œuvre opérationnelle.

Ainsi, le 25 juin 2020, **la version révisée de la norme IFRS 17** a été officiellement publiée. La norme comptable

IFRS 17, relative aux contrats d'assurance, harmonise l'appréciation des valeurs économiques des passifs et des capitaux propres des entreprises faisant appel à l'épargne publique. Plus d'une vingtaine d'années après le lancement des travaux d'harmonisation de l'appréciation comptable des contrats d'assurance, la structure des mécanismes à mettre en application semble être définitivement consolidée autour des principes fondamentaux.

La mise en application d'IFRS 17 interviendra à partir du 1^{er} janvier 2023, conjointement avec la date d'échéance de l'exemption temporaire de l'application d'IFRS 9 — Instruments financiers.

En outre, **la norme IFRS 9** a fait l'objet de **certaines aménagements** dès le début de la crise sanitaire. L'Autorité des marchés financiers, en concertation avec l'Autorité des normes comptables (ANC), a, dès avril 2020, attiré l'attention des institutions financières et de leurs commissaires aux comptes sur les communications des autorités européennes des marchés financiers (ESMA), des banques (EBA) et de l'*International Accounting Standards Board* (IASB). L'objectif était d'apporter des précisions sur les **implications comptables de la crise Covid-19 sur le calcul des pertes de crédit attendues**.

Enfin, dans une année où la liquidité des actifs revêtait une importance particulière, une décision de **l'Autorité des marchés financiers** est venue sécuriser l'environnement propre aux fonds monétaires. En effet, l'AMF, en application des orientations de l'ESMA publiées en juin 2020, a mis à jour en conséquence dès septembre la position DOC-2018-05, portant sur **les orientations relatives aux scénarios de simulations de crise des fonds monétaires, dont les résultats doivent être intégrés aux rapports aux autorités compétentes**.

Elles précisent les paramètres de référence communs pour les scénarios des simulations de crise en tenant compte des facteurs suivants, issus du Règlement sur les fonds monétaires :

- variations hypothétiques du degré de liquidité des actifs détenus dans le portefeuille du fonds monétaire ;
- variations hypothétiques du niveau de risque de crédit des actifs détenus dans le portefeuille du fonds monétaire, y compris les événements de crédit et les événements de notation ;
- fluctuations hypothétiques des taux d'intérêt et des taux de change ;

- niveaux hypothétiques de rachat ;
- élargissements ou resserrements hypothétiques des écarts entre les indices auxquels les taux d'intérêt des titres en portefeuille sont liés ;
- chocs macro-systémiques hypothétiques touchant l'ensemble de l'économie.

Pour conclure, on peut penser que l'année 2020 constituera un tournant dans l'environnement réglementaire des métiers de la finance.

Plusieurs régulateurs nationaux, ainsi que des associations professionnelles, nationales ou paneuropéennes ont appelé à une supervision plus européenne, alors que les efforts de convergence montrent leurs limites en phase de crise économique et financière aigüe. Un appel a également été lancé à l'amélioration du processus législatif. Les deux sujets sont essentiels pour l'efficacité du marché unique, et donc pour la compétitivité de l'Union européenne.

Une supervision plus européenne et une meilleure réglementation sont désormais considérées comme des éléments clés pour parachever la construction d'une véritable union des marchés de capitaux.

Enquête 2021

Les points majeurs

Dans une année 2020 chahutée, tant sur les marchés financiers que dans les passifs des investisseurs de long terme, le premier mot qui vient à l'esprit pour qualifier la gestion des portefeuilles institutionnels est « résilience ». L'année 2020 est historique, puisque similaire en termes d'impact économique à la crise de 1929 ou à la Seconde Guerre mondiale. Les injections massives de liquidité des États et des banques centrales ont été les béquilles qui ont permis au système mondial de ne pas s'effondrer.

Cela n'a pas véritablement bousculé les allocations d'actifs des 67 répondants à l'Enquête Af2i.

26 d'entre eux, qui représentent 90% des encours « répondants », sont d'une taille supérieure à 20 milliards d'euros. Les évolutions au sein des portefeuilles se font donc de manière lente, et on voit au fil des ans une relative stabilité des grandes masses de l'allocation stratégique.

Trois mouvements principaux sont à noter sur l'année 2020.

Pour la première fois depuis que l'Af2i réalise l'Enquête, la part des obligations dans les portefeuilles passe sous la barre des 70%. La valorisation des obligations a pourtant bénéficié d'un mouvement de baisse des taux d'environ ½ point en 2020... mais les taux négatifs n'ont pas incité les investisseurs à réinvestir les titres arrivant à échéance sur la même classe d'actifs. La recherche de rendement fut l'un des enjeux clés de 2020 pour toutes les natures d'investisseurs de long terme.

Les deux principales classes d'actifs qui ont reçu les nouveaux flux sont, d'une part les fonds de dette privée, dont la part passe de 2% à 3,3%, soit un investissement net de plus de 30 milliards d'euros, et les infrastructures, qui s'accroissent de 1% à 1,8%.

La légère baisse sur la part des actions cotées est surtout due à la dégradation en valeurs de marché des portefeuilles. Statu quo également sur les portefeuilles immobiliers, par effet d'inertie, alors que, post crise sanitaire, c'est probablement la classe d'actifs qui sera la plus chahutée dans les années à venir.

Autre tendance lourde, initiée depuis quelques années et accélérée en 2020 : l'ESG est désormais totalement intégré dans les processus d'investissement, le plus souvent dès la construction de l'allocation stratégique, et se décline ensuite dans l'allocation tactique. La dimension extra-financière, principalement dans sa composante climat, impacte les choix d'investissements.

La gestion de long terme se comprend désormais au même niveau que la recherche de rendement et le contrôle des risques, en contribution active d'une transition juste et durable.

Préambule méthodologique

Cette étude porte sur les pratiques d'investissement et de gestion des institutionnels membres de l'Af2i. Elle s'appuie sur un questionnaire qui a été diffusé en février 2021. 67 investisseurs adhérents de l'Af2i (**Membres Actifs**) ont accepté de répondre à l'Enquête cette année.

Les portefeuilles sous étude à fin 2020 représentent 2 361 Md€, contre 2 305 Md€ à fin 2019. Ces chiffres tiennent compte des variations de la composition de l'échantillon d'une part et des valorisations d'actifs d'autre part. Pour mémoire, 60 investisseurs adhérents de l'Af2i avaient accepté de répondre à l'Enquête en 2019.

Si l'on y ajoute les capitaux investis en assurance-vie en unités de compte, le montant total des encours des répondants à l'Enquête s'élève à 2 630 Md€, contre 2 611 Md€ à fin 2019.

L'échantillon, aussi bien en termes de nombre de répondants qu'en termes d'encours d'actifs gérés, continue d'être représentatif de l'ensemble investisseurs institutionnels français et les comparaisons avec les années antérieures sont donc pertinentes.

Pour cette étude comme pour les années précédentes, nous utilisons une technique permettant d'exploiter les données en prenant en compte soit le montant des actifs gérés, soit le nombre de membres ayant répondu. Cela permet de mettre en lumière des disparités de comportements selon la taille des institutions / portefeuilles. Lorsque nous avons employé des pondérations, nous l'avons signalé de façon claire.

Pour certaines questions, nous séparons les répondants en fonction de la taille de leurs portefeuilles respectifs.

Comme les années précédentes, nous constituons trois groupes :

- les investisseurs de moins de 2 milliards d'euros (Md€) ;
- les investisseurs de 2 à 20 milliards d'euros (Md€) ;
- ceux de plus de 20 milliards d'euros (Md€).

Dans les tableaux d'évolution chronologique, bien que la base de répondants se révèle assez stable, les variations de l'effectif d'une année sur l'autre doivent toutefois inciter à une certaine prudence dans l'interprétation des graphiques.

Dans cette édition de l'Enquête, les résultats sont exprimés :

- **en moyenne des répondants**, lorsqu'il s'agit d'informations qualitatives (indication « M » en bas du graphique) ;
- **en proportion des actifs totaux**, lorsque l'on étudie les portefeuilles de façon globale (indication « T » en bas du graphique) ;
- **en proportion de la classe d'actifs concernée** (actions, obligations, etc.), lorsque l'on étudie une classe particulière (indication « C » en bas du graphique).

Règles d'écriture des références monétaires utilisées dans la publication :

- Md€ pour milliard d'euros ;
- M€ pour million d'euros ;
- K€ pour millier d'euros.



POINT IMPORTANT

Le traitement des unités de compte d'assurance-vie (UC)

Les répondants proposant des contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte ont été invités comme l'an passé à déclarer séparément leurs encours en UC, quand il s'en présentait.

L'analyse des composantes de la politique d'investissement de l'investisseur institutionnel observée dans l'Enquête Af2i porte sur l'actif hors unités de compte. Les pourcentages, en revanche, restent directement comparables.

Cette méthode permet de comprendre plus précisément la politique d'investissement des assureurs, qui est de leur fait (actifs général ou cantonnés), les allocations en unités de compte dépendant davantage des souscripteurs. Notons toutefois que les mandats d'arbitrage sur unités de compte se sont développés avec le temps, y compris plus récemment avec l'usage de « *robo-advisors* ». De même, nombre d'assureurs acceptent d'une manière ou d'une autre que les épargnants investissent dans un actif en euros à condition de consacrer une part non négligeable de leurs versements en investissement sous forme d'unités de compte.

De manière globale, on observe un regain pour les unités de compte. Les statistiques publiées par la FFA (Fédération Française de l'Assurance) font apparaître une hausse de la part des contrats en unités de compte dans les provisions mathématiques. En effet, les unités de compte représentaient à fin 2020 24% des provisions mathématiques, contre 23% à fin 2019 et 21% à fin 2018. En 2020, les unités de comptes représentaient 34% des cotisations contre 28% en 2018.

Afin de faciliter la lecture des résultats, notamment sur les graphiques, les résultats peuvent être arrondis.

Des indices de tendance sont parfois affichés dans les tableaux (tableaux d'actifs, tableaux de tendance...) sous une forme claire : « Hausse », « Forte baisse », etc. Ils sont produits quand leur taux de fiabilité (lié évidemment au nombre de réponses, mais aussi au « poids » de ces réponses en fonction des encours concernés) est jugé suffisant. Une absence d'indice signale une pertinence incertaine des réponses.

01. Typologie institutionnelle

► Répartition des répondants par taille, famille et cadre réglementaire

	Nombre de répondants	% Répondants	Total des actifs gérés (M€)	Part des actifs gérés	Moyenne des actifs gérés (M€)
Par taille des actifs détenus					
Moins de 2 Md€	13	19%	10 218	0,4%	786
Entre 2 et 20 Md€	28	42%	213 075	9,0%	4 660
Plus de 20 Md€	26	39%	2 143 887	90,6%	82 457
Par familles d'investisseurs institutionnels					
Retraite-prévoyance	19	28%	223 747	9,5%	11 776
Assurance	38	57%	1 844 611	77,9%	48 542
Autres entités réglementées	10	15%	298 822	12,6%	29 882
Par cadre réglementaire dominant					
Code des Assurances	36	54%	1 847 574	78,0%	51 322
Code de la Mutualité	7	10%	74 892	3,2%	10 699
Code de la Sécurité sociale	2	3%	21 778	0,9%	10 889
Règlement Agirc-Arrco	4	6%	57 690	2,4%	14 423
Règlement des caisses professions libérales	5	7%	26 155	1,1%	5 231
Autres	13	19%	339 091	14,3%	26 084
TOTAL	67	100%	2 367 180	100,0%	35 331

Source : Enquête Af2i 2021

67 participants ont répondu à l'Enquête Af2i 2021, soit 85% des adhérents de l'Af2i. C'est une nette amélioration par rapport à l'année passée, puisque 60 participants (75% des adhérents de l'Af2i) avaient répondu.

Dans les groupes multi-métiers, les encours assurance, retraite et prévoyance ont été séparés, afin d'avoir des éléments plus précis de structure des allocations.

Les encours d'actifs pris en compte dans l'Enquête s'élèvent à 2 367 Md€ (hors UC) fin 2020 contre 2 305 Md€ (hors UC) fin 2019. En ajoutant les actifs détenus dans le cadre des contrats en unités de compte, on obtient un total de 2 630 Md€ en 2020. Ce chiffre est à rapprocher des 3 518 Md€ qui constituent l'ensemble des actifs des investisseurs institutionnels en France estimé à fin 2020, qui figurent dans la section 8 de ce rapport « Panorama européen ». Dans le cadre de l'Enquête, l'Af2i qualifie d'investisseurs institutionnels les seules entités privées ou publiques dont les engagements et/ou les

actifs sont régis par un texte législatif ou réglementaire, par un organisme central ou une fédération d'entités. Dans la section 8 du rapport, la notion d'« investisseur institutionnel » est plus large : les placements pris en compte regroupent ceux des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des fonds de sécurité sociale, et des investisseurs de long terme publics ou parapublics.

Les investisseurs représentent statistiquement des montants d'actifs assez dispersés. Les investisseurs dont la taille du portefeuille est la plus élevée (plus de 20 Md€) représentent 39% du nombre d'investisseurs, mais plus de 90% des encours. En parallèle, les investisseurs les plus petits (taille de portefeuille inférieure à 2 Md€) représentent 19% des investisseurs, mais seulement 0,4% des encours.

On constate par ailleurs que les entités régies par le Code des Assurances constituent 78% des encours gérés, avec plus de 1 800 Md€, pour 54% des répondants.

La moyenne du total des actifs par répondant s'établissait à fin 2020 à 35,3 Md€ (contre 38,4 Md€ à fin 2019, mais à périmètre pas totalement identique) et la médiane à 10,8 Md€ (contre 12,4 Md€ en 2019), traduisant une dispersion vers le bas des portefeuilles observés.

Comme les années précédentes, sont distinguées trois grandes familles d'investisseurs institutionnels :

- Retraite / Prévoyance ;
- Assurance ; et
- Autres entités réglementées.

Les trois catégories retenues sont des familles de rattachement pour les seules nécessités de l'Enquête et ne constituent pas des typologies unifiées d'engagements. Il n'y a pas de correspondance parfaite famille / engagements : une même institution, rattachée à une famille dominante, peut avoir plusieurs types d'engagements et, à l'inverse, un même type d'engagement peut être assumé par plusieurs types de familles.

Les actifs de la famille « Retraite / Prévoyance » sont de 223,7 Md€ (contre 221,5 Md€ en 2019), et représentent pour l'essentiel les placements des réserves des caisses complémentaires, tant de l'univers salarié Agirc-Arrco, que des caisses indépendantes et libérales.

L'assurance est la famille la plus importante dans notre Enquête en termes de part des actifs gérés : 1 844,6 Md€

(contre 1 804,7 Md€ en 2019), soit en pourcentage près de 80% des actifs. Assureurs-vie et bancassureurs constituent les portefeuilles les plus élevés en encours moyens gérés. L'encours moyen des entités régies par le Code des Assurances est de 51,3 Md€, avec un très grand écart-type par rapport à la moyenne.

Les « Autres entités réglementées » concernent des entités publiques ou privées, le plus souvent dans une dynamique d'investisseurs de long terme, soit dans une perspective de retraite additionnelle de leurs cotisants, soit en positionnement de réserves longues en soutien actif de l'économie.

Enfin, les investisseurs institutionnels sont dans notre Enquête également distingués par leur cadre réglementaire.

Le Code des assurances règlemente à lui seul un peu plus de la moitié des répondants de l'Enquête et près de 80% des actifs, à savoir compagnies d'assurance, assureurs à forme mutuelle, et réassureurs. Les institutions de prévoyance sont régies par le Code de la Sécurité sociale, et les mutuelles d'assurance par le Code de la Mutualité.

Les réglementations en matière de placements financiers des trois Codes convergent très fortement. Depuis l'entrée en application de la directive Solvabilité II, au 1^{er} janvier 2016, le principe qui prévaut est celui de « l'approche de la personne prudente », défini par l'article 132 de la directive, et transposé dans l'article L 353-1 du Code des Assurances : « *Les entreprises n'investissent que dans les actifs et instruments présentant des risques qu'elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer, contrôler et déclarer de manière adéquate, ainsi que prendre en compte de manière appropriée dans l'évaluation de leur besoin global de Solvabilité* ». En conséquence, les risques des actifs sur lesquels l'assureur investit doivent être identifiables, mesurables, gérables et contrôlables. Pour les actifs en représentation des engagements, i.e. fonds généraux et unités de compte, cela signifie qu'il faut des actifs garantissant la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité. Les actifs doivent être disponibles, sans qu'un risque de liquidité n'ait été intégré dans la formule standard de Solvabilité II.

Les caisses de retraites disposent de réglementations spécifiques : règlement Agirc-Arrco, pour les caisses

salariées, dont la dernière modification date de 2010, et décret des placements des caisses libérales et indépendantes, pour le périmètre concerné, dans sa version de 2002, après l'annulation par le Conseil d'État de certaines dispositions du projet de décret de 2017. Ces dernières ont, le plus souvent, en complément du décret général, un règlement en propre, qui précise leurs conditions d'actions, en fonction de leurs contraintes propres d'engagements et d'équilibre entre cotisants et pensionnés. Un projet de loi instituant un Système universel de retraites a été examiné en Conseil des ministres le 24 janvier 2020. L'examen du texte en séance plénière à l'Assemblée nationale a commencé le 17 février 2020 dans le cadre d'une procédure accélérée, avec une seule lecture dans chaque chambre. Compte-tenu de plusieurs milliers d'amendements déposés par les oppositions, le texte a fait l'objet d'un vote sous procédure 49-3. La

crise sanitaire et le confinement initié en mars 2020 ont bloqué le transfert au Sénat, et le processus réglementaire du texte a été stoppé. De fait, la mise en œuvre des évolutions induites en matière de gestion des réserves n'a pas été à l'ordre du jour en 2020.

Dans la catégorie « Autres entités réglementées », les différents investisseurs sont encadrés par des régimes réglementaires ou prudentiels, propres et autonomes. Certains bénéficient d'une révision périodique, qui ont permis ces dernières années l'ouverture sur de nouvelles classes d'actifs (infrastructures, dette privée,...) ou un accès élargi aux actifs risqués, dans un contexte de taux durablement bas ou négatifs. Ceci contribue activement à leur rôle accru de soutien au financement durable de l'économie réelle.

Actifs gérés par type d'engagement

VALEUR DE MARCHÉ DES ENGAGEMENTS EN MILLIONS D'EUROS

	% 2019	% 2020	Montant 2019	Montant 2020
Assurance-vie en €	60,9%	58,1%	1 403 839	1 372 356
Assurance dommages	6,4%	6,7%	148 209	158 546
Complémentaires santé	0,5%	0,4%	11 956	9 399
Retraite	13,5%	14,5%	311 551	342 428
Autres entités réglementées	16,2%	18,0%	372 929	425 131
Prévoyance	2,4%	2,2%	56 357	52 877
Actifs nets de l'Enquête	100,0%	100,0%	2 304 841	2 360 737
Assurance-vie en UC			305 754	269 647
Total			2 610 595	2 630 384

Source : Enquête Af2i 2021

Une des originalités de l'Enquête Af2i est de demander aux institutions de décomposer leurs portefeuilles par type d'engagements, tels qu'ils figurent au passif. Cela permet d'identifier les différents types de « risque » à couvrir et d'analyser les allocations d'actifs en représentation.

Ce découpage rend possible ensuite, pour un même type d'engagement, des comparaisons entre investisseurs de familles différentes. On pourra ainsi étudier l'allocation d'actifs propre à chaque type d'engagement et ensuite évaluer les éventuelles différences d'allocation pour un même type d'engagement selon la famille d'investisseurs.

Sept types d'engagements (de passif) chez les institutionnels ont été distingués :

- l'assurance-vie en euro ;
- l'assurance dommages (IARD) ;
- les complémentaires santé ;
- la retraite ;
- la prévoyance ;
- les fonds propres des autres entités réglementées, qui, dans certains cas, doivent être appelés provisions.

et séparément :

- l'assurance-vie en unités de compte.

Remarque importante : dans ce tableau des « engagements », il ne s'agit pas de la valeur des engagements au bilan. Il s'agit de la valeur de l'actif correspondant à cet engagement, comportant donc un éventuel (et souhaitable) « excès de représentation » (taux de couverture supérieur à 1). Le fait de retenir l'engagement comme référentiel d'analyse peut conduire à des différences assez significatives par rapport à la composition des bilans, notamment des assureurs, qui peuvent détenir

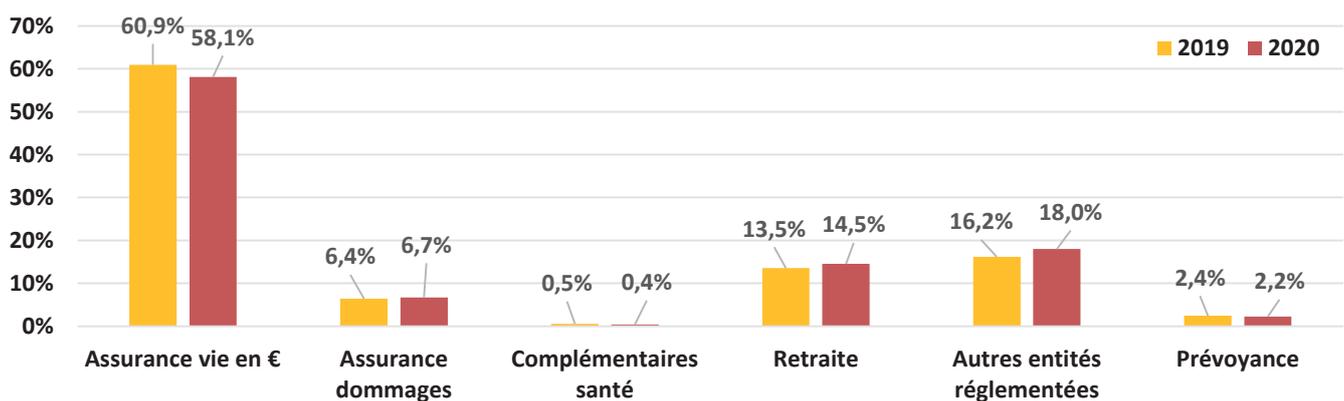
aussi des actifs importants pour compte propre, des participations stratégiques et des filiales étrangères. On peut se reporter aux analyses spécifiques réalisées par la Banque de France ou par la Fédération Française de l'Assurance sur ces aspects. Le principal type d'engagement est l'assurance-vie en euro qui correspond à 58,1% des actifs des répondants (hors unités de compte), avec des encours de 1 372 Md€.

Les acteurs Retraite et « Autres entités réglementées » représentent respectivement 14,5% et 18% des engagements.

Toutes les analyses conduites sur les portefeuilles (classes d'actifs, perspectives, etc.), quand elles sont pondérées, se réfèrent aux actifs hors UC, soit 2 361 Md€ (contre 2 305 Md€ fin 2019).

Afin cependant de donner un aperçu plus complet de l'assurance-vie chez nos membres adhérents, les UC ont été réintroduites dans le tableau ci-dessus pour un total de 269,6 Md€, en baisse de 11,8% par rapport à 2019 (dont une bonne part est due à l'effet valorisation).

MONTANT D'ACTIFS TOTAUX GÉRÉS PAR TYPES D'ENGAGEMENT (HORS UC)



T Source : Enquête Af2i 2021

Le graphique ci-dessus est destiné à informer le lecteur de l'évolution de la composition du panel de répondants d'une année sur l'autre en ce qui concerne la distribution des types d'engagements que les portefeuilles sous revue sont appelés à couvrir.

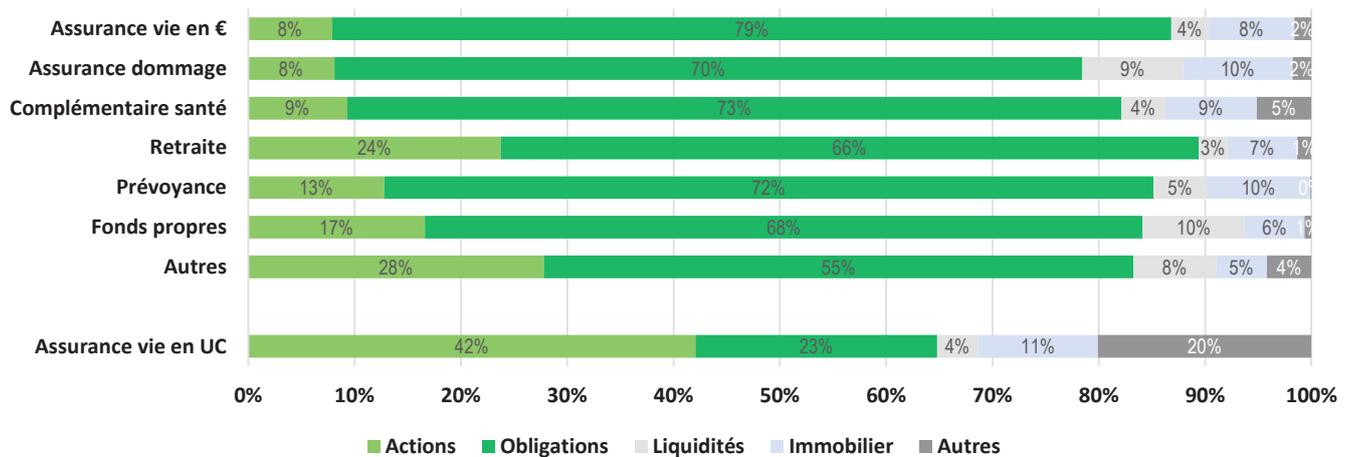
Le principal type d'engagement (passif) est l'assurance-vie en euros qui correspond à près de 60% des actifs des répondants (hors UC), en légère baisse pour la deuxième année consécutive.

Des comparaisons historiques affinées ne sont pas possibles avec les années antérieures, compte tenu des éléments supplémentaires suivants :

- la répartition globale des engagements résulte d'une moyenne pondérée des engagements individuels ;

- le périmètre des répondants varie au fil du temps ;
- des effets de marché peuvent se superposer aux variations de l'échantillon des répondants.

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DONT L'ENGAGEMENT PRINCIPAL EST :



M Source : Enquête Af2i 2021

La catégorie «Autres Actifs» peut recouvrir des types d'actifs très différents tels que forêts, OPC diversifiés, couverture, produits structurés, mandats multi-actifs, gestion alternative, fonds d'infrastructures.

On note des allocations assez proches pour tous les investisseurs sous réglementation Solvabilité II : assureurs-vie, assureurs dommages, complémentaires santé, institutions de prévoyance. Il est intéressant de constater que la durée implicite des passifs n'a que peu d'incidences sur les allocations d'actifs : les poids des actions ou de l'immobilier sont équivalents entre mutuelles santé, avec des passifs inférieurs à 24 mois, et assureurs-vie avec des passifs de durée moyenne supérieure à 8 ans.

En 2020, les chiffres de la collecte nette tous supports chez les assureurs ont reflété un double mouvement : une très forte décollecte nette sur les supports en euros, à hauteur de - 30,9 milliards d'euros, compensée en grande partie par le dynamisme de la collecte nette

sur les supports en unités de compte (23,9 milliards d'euros, soit le plus haut niveau depuis 2017).

Le dynamisme des versements en 2020 sur les supports en unités de compte s'est confirmé, alors même que les valeurs boursières souffraient de la correction liée à la crise sanitaire. Et on constate, en stock, que si les actifs en représentation des fonds en euros sont à dominante obligataire, les UC sont à 42% investies en actions. Les évolutions réglementaires ont permis de proposer des UC à moindre liquidité, investies en particulier en capital-investissement, que l'on retrouve dans les 20% de «Autres». Les structurations à capital garanti étant moins prisées des épargnants, la part «Autres» s'est néanmoins réduite de 26% en 2019 à 20% en 2020. Ce sont les UC obligataires qui ont vu leur part augmenter de 18% en 2019 à 23%, principalement sur des support investis en obligations *high yield*, dans une moindre mesure sur des obligations *corporate* américaines, et sur des produits de «titres verts».

Les investisseurs en retraite complémentaire, ou additionnelle, ont une part significativement plus élevée d'actifs en actions (de l'ordre de 25% des portefeuilles). Cela s'explique par un horizon d'investissement de long terme, et la possibilité de conserver les actifs en cas de choc conjoncturel, pour mieux bénéficier d'un rendement additionnel au moment du rebond. Concernant les entités de retraite, les incertitudes sur les évolutions réglementaires, et les décalages de trésorerie induits de la crise sanitaire — reports de cotisations, soutien aux adhérents,... — ont néanmoins conduit à conserver près de 2/3 d'obligations, produits financiers aisément cessibles en cas de besoin.

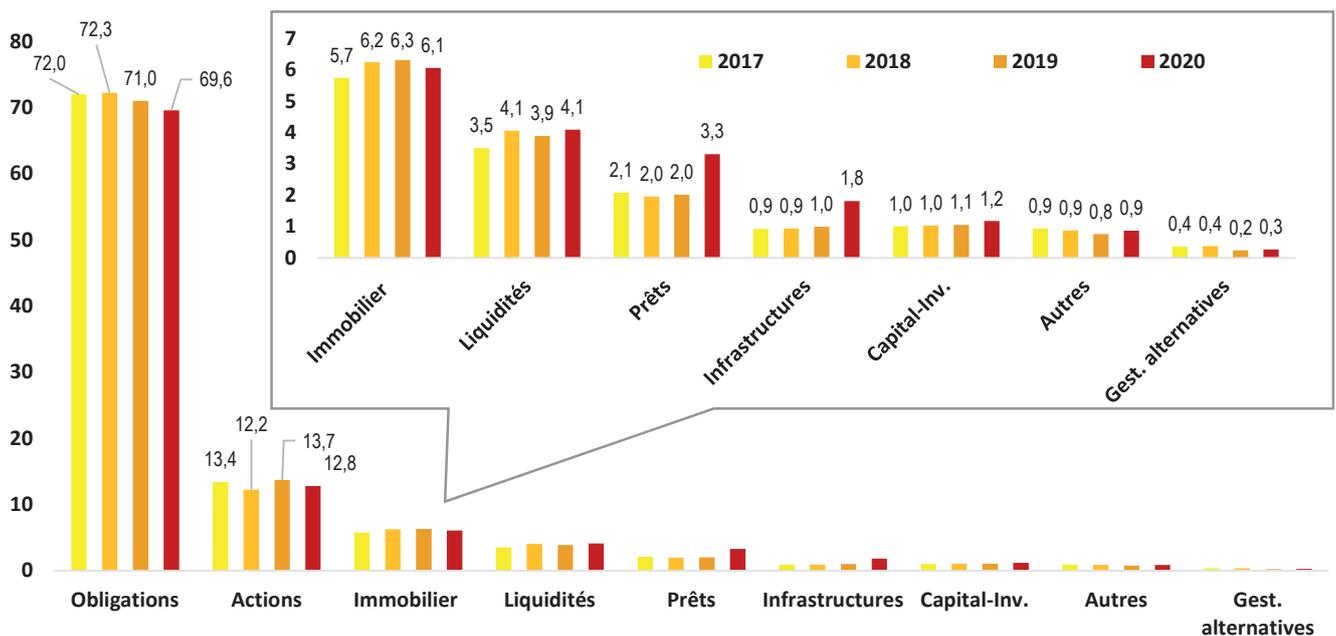
Les entités avec des engagements de type fonds propres ont vécu des situations très contrastées : certains ont continué à recevoir des cotisations ou des provisions au cours de l'année 2020, d'autres ont été sollicités et ponctionnés pour renflouer le déficit de la Sécurité sociale. Les allocations ont néanmoins pu conserver dans tous les cas des parts significatives d'actifs réels, soutien au financement de la relance économique.

02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

► Répartition du portefeuille global par classe d'actifs : historique global

🔍 Quelle est l'image détaillée par classe d'actifs de votre portefeuille global ?

ENSEMBLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



T Source : Enquête Af2i 2021

Les données représentent les encours globaux des répondants en valeur de marché. Dans l'interprétation des évolutions pluriannuelles, il faut prendre en compte les variations de marché, ainsi que les éventuelles variations de l'ensemble des répondants, même si le nombre s'est relativement stabilisé pour les dernières années.

La répartition des actifs gérés est globalement en cohérence avec les intentions de nos adhérents annoncées dans le cadre de l'Enquête Af2i 2020. Les portefeuilles institutionnels sont des paquebots, sous contraintes réglementaires multiples, et les modifications d'allocations d'une année sur l'autre ne peuvent être qu'à la marge. L'enseignement majeur, année après année, reste la stabilité des allocations dans le temps. C'est d'autant plus vrai chez les acteurs aux actifs importants, chez qui des mouvements d'ampleur sont complexes, voire impossibles à réaliser, sans incidences comptables et bilancielles importantes

Pourtant, pour la première fois, la part des obligations passe en 2020 sous la barre des 70%. Certes, si l'on ajoute liquidités (4,1%), prêts et produits structurés, ce sont près de 80% des actifs institutionnels qui sont des produits de taux. Le scénario de « taux bas pour long-temps » s'est trouvé conforté. En effet, au regard de l'effet de la crise sanitaire et des incertitudes économiques, la politique budgétaire va durablement tenir le premier rôle dans la phase de relance, tandis que la politique monétaire devra assurer le financement. Pour cela, les taux d'intérêt demeureront à des niveaux faibles : les banques centrales poursuivront les achats massifs de titres d'État.

La part des portefeuilles investie en action a baissé en 2020, passant de 13,7% à 12,8%, en grande partie à cause des effets de dévalorisation. Les portefeuilles institutionnels sont majoritairement investis en actions européennes. Même si, une fois intégré le choc de l'arrêt volontaire des économies en mars 2020, les marchés se sont redressés, les indices européens ont clôturé l'année dans le rouge : -7,1% pour le CAC 40 et -5,1% pour l'Eurostoxx 50.

Le capital-investissement reste globalement à un niveau faible dans les portefeuilles (1,2%), avec néanmoins de grandes disparités suivant les types d'acteurs. Mais le poids des assureurs, très contraints sur le *private equity* par la directive Solvabilité II et ses derniers aménagements, pèse sur le résultat moyen global.

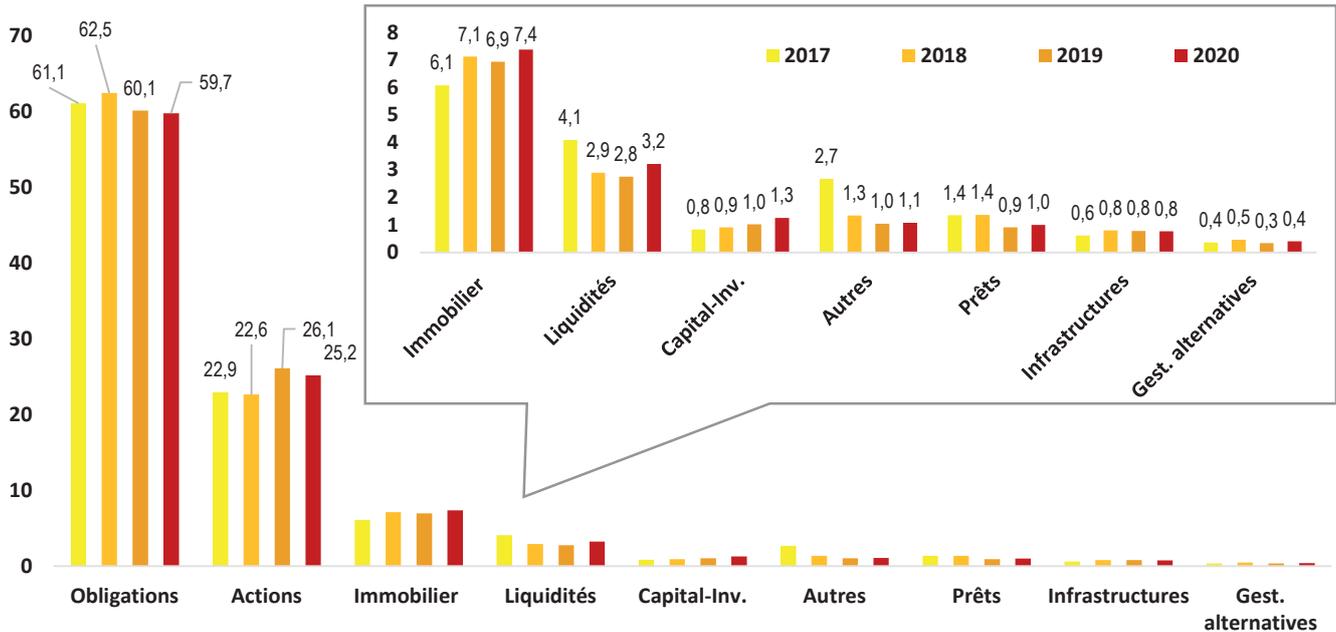
La proportion d'immobilier reste stable aux alentours de 6%. À noter que les détenteurs de portefeuilles immobiliers en direct ont, pour la plupart, en tant que bailleurs, reporté des loyers pour les entreprises et commerces qui en ont fait la demande. Pour les TPE et PME touchées par le confinement, beaucoup ont accepté une mensualisation des loyers à terme échu (au lieu, en temps normal, de la trimestrialité à terme à échoir) et report en septembre de la mensualité d'avril. Pour toutes les autres entreprises, examen au cas par cas. Quand les investissements se font via des fonds, la mesure prise concerne l'acceptation des reports de loyers des preneurs.

Les principales évolutions au cours de l'année 2020 restent le fort accroissement des produits de dette privée et d'infrastructures. Certes, les prêts ne représentent que 3,3%, mais c'est une hausse de 65% par rapport aux encours des années précédentes. C'est sans doute en partie un report de la part obligataire vers des fonds de dette privée, qui offrent un rendement attractif par rapport à des taux d'emprunts d'État en grande partie en zone négative.

Les infrastructures représentent 1,8% des portefeuilles, en forte hausse par rapport aux 1% de 2018-2019. La marque d'intérêt affiché début 2019 ne s'était pas concrétisée dans l'année. Les infrastructures imposent un processus d'investissement spécifique, long, complexe dans le processus de décision. Sans doute, de nombreuses velléités d'investissement de 2019 ne se sont-elles concrétisées qu'en 2020.

Répartition du portefeuille global par classe d'actifs : historique par famille

RETRAITE / PRÉVOYANCE : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



T Source : Enquête Af2i 2021

Les caisses de retraite investissent une part de leur portefeuille de l'ordre de 25% en actions. Le capital-investissement est également en augmentation à 1,3% des portefeuilles, contre 1% en 2019.

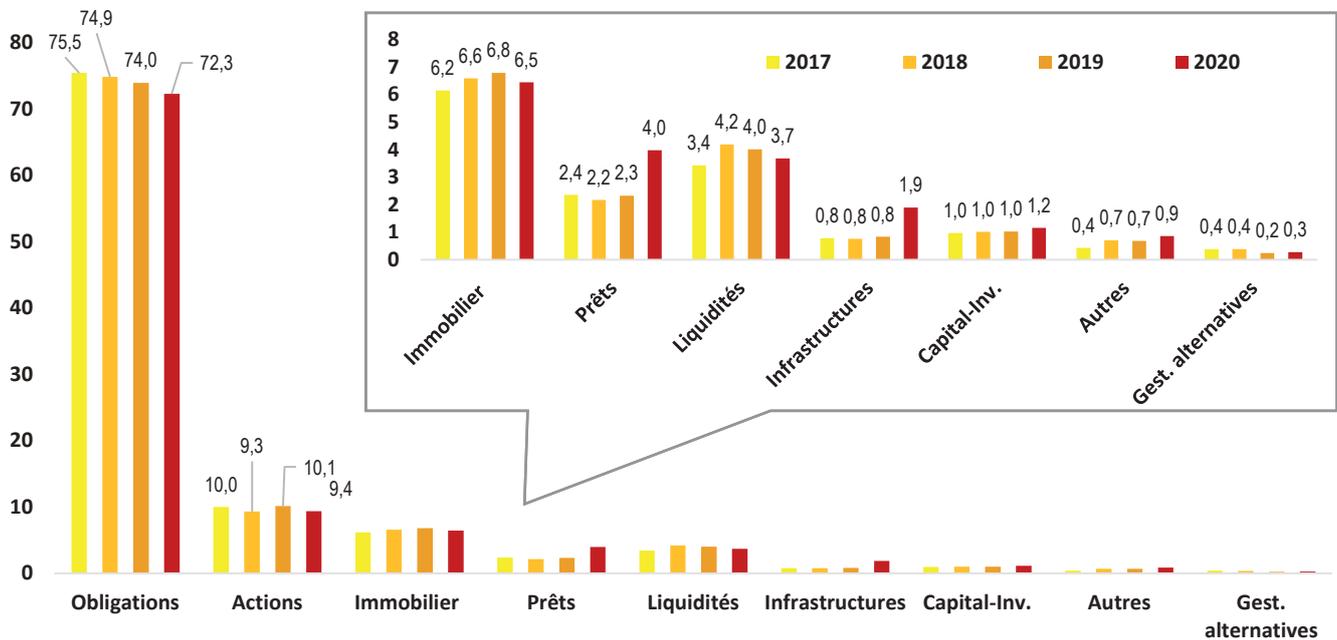
Les institutions de prévoyance, dont les allocations étaient historiquement proches de celles des caisses de retraite, voient depuis 2016 leur part actions au mieux stagner, voire se réduire, par souci de conformité aux contraintes de la directive Solvabilité II, auxquelles elles sont soumises.

Prêts et infrastructures stagnent à des niveaux proches de 1% : les règlements financiers des caisses Agirc-Arrco ou des caisses libérales et indépendantes n'intègrent pas clairement ces natures d'actifs, et sont très contraignantes en matière de véhicules d'investissement.

Or, souvent, les supports proposés ne sont pas de droit français.

Les liquidités ont été maintenues à un niveau supérieur à 3%, pour faire face à des différés de cotisations, ou à des mesures de soutien aux adhérents. Les risques de disruption revenaient à chaque nouvelle vague de contamination et l'incertitude entourant les perspectives économiques conduisait à la prudence dans les investissements sur les actifs risqués.

L'immobilier représente 7,4% des actifs, en hausse de 7% par rapport à 2019, et de 21% par rapport à 2017. La recherche de rendement a probablement conduit à des arbitrages en faveur de l'immobilier, au détriment de la poche obligataire classique.

**ASSURANCE : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES
PAR TYPE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)**


T Source : Enquête Af2i 2021

L'ACPR s'est félicitée de la résilience montrée par les assureurs français en 2020, face aux chocs que les marchés financiers ont enregistré du fait des conséquences de la crise sanitaire liée à la COVID-19. Cependant, le régulateur français considère que les effets complets ne sont pas mesurables, tant que la pandémie n'est pas stoppée, et que l'économie est en risque de *stop-and-go*.

Le surcroît d'épargne des Français pendant la première phase de confinement ne s'est pas traduit par un accroissement des placements en assurance vie, mais à l'inverse par une collecte nette négative depuis mars 2020. Elle résulte surtout de comportements d'offre de la part des assureurs qui ont privilégié les supports en unités de compte (13,7 milliards d'euros de collecte nette au premier semestre 2020, soit un niveau proche des deux meilleures années depuis 2011) aux supports en euros. La décollecte nette sur les supports en euros (-19,6 milliards d'euros, sur les six premiers mois de l'année 2020) est la plus marquée depuis 2011.

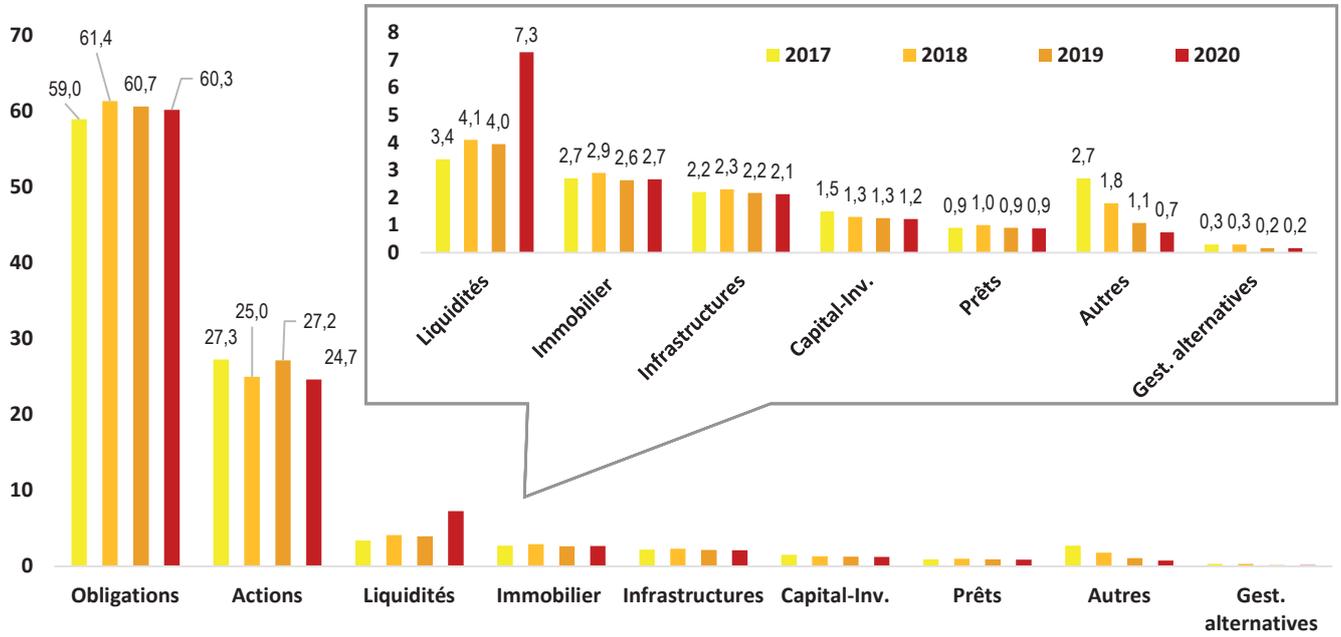
Dans ce contexte, et compte-tenu des incertitudes sur les flux de passif, les assureurs, et surtout les assureurs vie ont très peu modifié leurs allocations entre 2019 et 2020. La part investie en actions cotées reste infé-

rieure à 10%. Seule une évolution de la réglementation Solvabilité II, qui réduirait le coût en fonds propres des investissements actions, pourrait conduire les assureurs à revenir sur la classe d'actifs.

Seul point notable, l'arbitrage entre la poche obligataire classique, qui baisse de 74% à 72,3% des portefeuilles, et les produits de prêts, qui représentent en 2020, 4% des actifs, contre 2,3% en 2019.

Sur la dette privée, 2020 fut une année exceptionnelle à bien des égards, puisqu'elle représente le premier test grandeur nature auquel ont été confrontés les acteurs de la dette privée européenne. Cette crise va s'étendre sur 2021 avec certitude et sur 2022 très probablement. Entre thèmes d'investissement de retournement de cycle de début d'année, suivi de portefeuilles au second et troisième trimestre, intégration de la dynamique « Prêts Garantis par l'État » (PGE), et rareté des originaux en fin d'année, dans un contexte anxiogène, les fonds de dette privée ont assumé leur rôle d'investissement de long terme : les porteurs d'actifs ont répondu présents, en assumant leurs engagements de 2019, et en conservant leurs positions sans effectuer de cessions secondaires hâtives.

AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



T Source : Enquête Af2i 2021

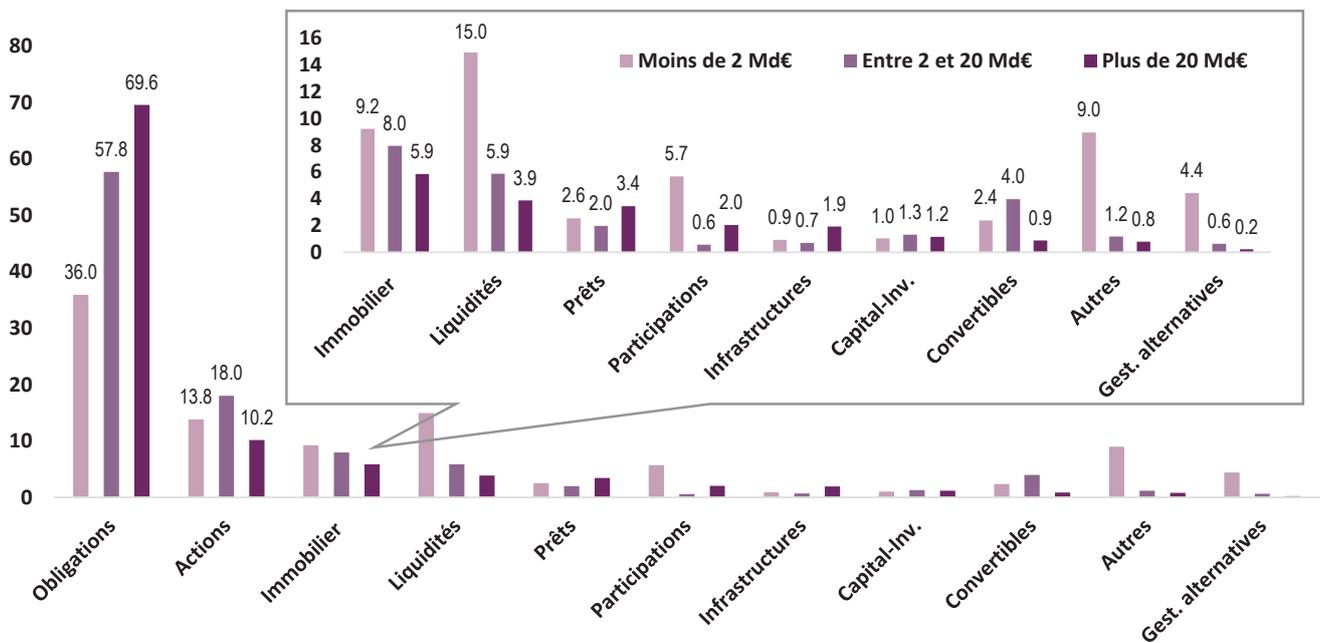
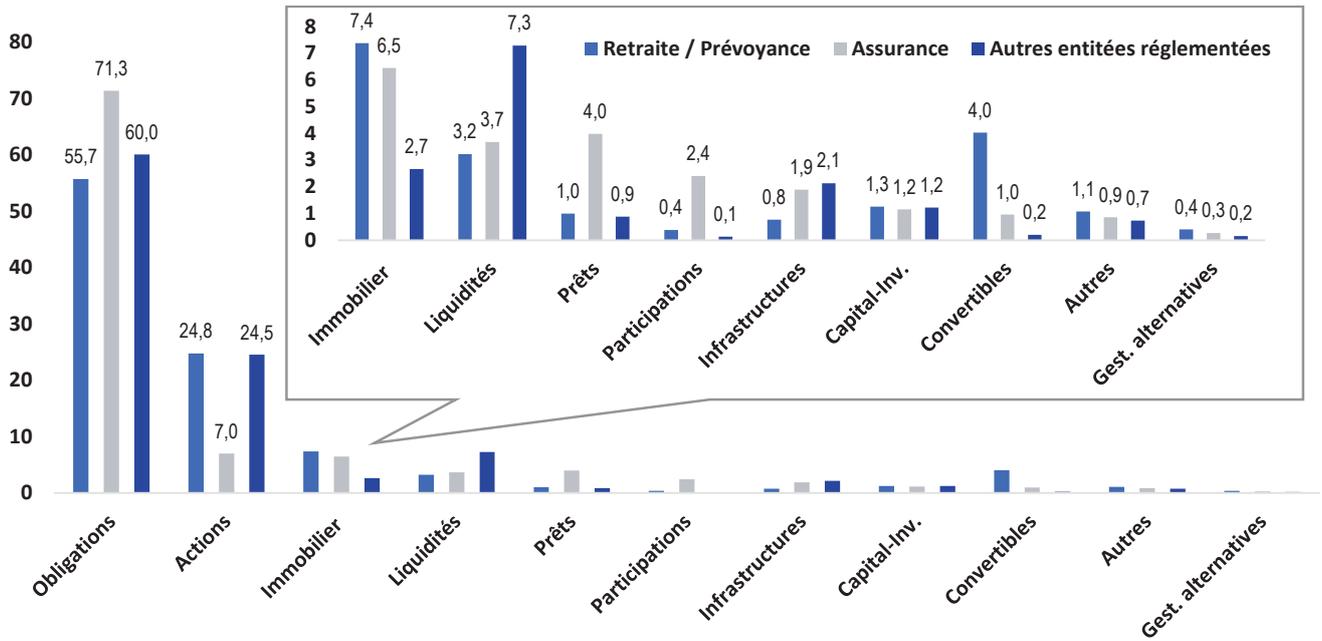
Les moyennes de la catégorie « Autres entités réglementées » ne traduisent pas les disparités de comportement, liées aux contraintes de passif, avec des mouvements spécifiques au cours de l'année 2020.

Ce qui explique en partie la hausse marquée des liquidités, de 4% à 7,3% des portefeuilles, d'une part en prévision de ponctions éventuelles, et d'autre part en attente de sollicitations sur différentes natures de fonds de place, le plus souvent thématiques : fonds climat, santé, technologiques,... en soutien aux différentes phases du plan de relance de l'État.

Pour les entités réglementées, la part investie en Immobilier (2,7%) reste relativement faible, en comparaison des proportions chez les assureurs ou les caisses de retraite. La part obligataire est stable, aux environs de 60%, de même que les investissements en actions cotées, qui représentent de l'ordre de 25% des portefeuilles.

🔍 Quelle est l'image détaillée par classe d'actifs de votre portefeuille global ?

RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSES D'ACTIFS
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES



T Source : Enquête Af2i 2021

De manière assez naturelle, la part de liquidités est plus importante pour les portefeuilles de moins de 2 Md€ (15%), que dans les portefeuilles entre 2 et 20 milliards (5,9%), et les portefeuilles au-delà de 20 milliards (3,9%).

Cela est contrebalancé par une proportion d'obligations plus faible dans les portefeuilles de moins de 2 Md€ (36%), contre 58% pour les portefeuilles entre 2 et 20 milliards, et près de 70% pour les portefeuilles de plus de 20 milliards (pour l'essentiel assurantiel).

À noter que si la part d'obligations reste stable entre 2019 et 2020 pour les institutionnels au-delà de 2 milliards, elle est en forte augmentation dans les petits portefeuilles : 36% en 2020, contre 27% en 2019. Cette évolution se fait au détriment des liquidités à 15% en 2020 (contre 18% en 2019) et de la catégorie « Autres Actifs », qui représentait 15% en 2019, et ne pèse plus que 9% en 2020. Des produits structurés sont arrivés à maturité en 2020, et ont été réinvestis sur des obligations, principalement *corporate*, *investment grade* et *high yield*.

La part de l'immobilier reste inférieure à 6% pour les institutions gérant plus de 20 milliards, contre 8% pour les portefeuilles de 2 à 20 milliards, et même 9,2% pour les acteurs gérant moins de 2 milliards. Tendance inverse sur les infrastructures, qui représentent moins de 1% chez les institutionnels gérant moins de 20 Md€, et le double chez les plus gros acteurs.

Les hedge funds, qui restent anecdotiques dans les portefeuilles de plus de 2 milliards, représentent encore 4,4% des petits portefeuilles, souvent au travers de véhicules multi-stratégies ou *absolute return*.

Le total Actions + Participations est proche de 20% pour les portefeuilles de moins de 20 milliards, avec une proportion plus forte des participations pour les portefeuilles de moins de 2 milliards (5,7%). Pour les institutionnels gérant plus de 20 milliards, le total Actions + Participations + Capital-Investissement reste inférieur à 15%.

En synthèse, les encours du total des répondants, par familles et par tailles de portefeuilles, se décomposent comme suit :

(En M€)	Retraite / Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2020
Obligations	123 088	1 313 473	179 424	1 615 986
Actions	54 717	128 577	73 262	256 556
Immobilier	16 306	118 754	7 971	143 031
Liquidités	7 116	67 824	21 789	96 730
Prêts	2 211	73 312	2 637	78 160
Participations	858	44 381	408	45 647
Infrastructures	1 698	34 811	6 373	42 882
Capital-Investissement	2 778	21 344	3 649	27 771
Convertibles	8 894	17 678	616	27 188
Autres	2 379	15 784	2 208	20 371
Gestions alternatives	897	5 049	484	6 430
Total	220 943	1 840 989	298 822	2 360 754

Source : Enquête Af2i 2021

(En M€)	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2020
Obligations	3 672	119 366	1 492 947	1 615 986
Actions	1 414	37 285	217 857	256 556
Immobilier	943	16 471	125 617	143 031
Liquidités	1 529	12 160	83 042	96 730
Prêts	260	4 071	73 829	78 160
Participations	580	1 190	43 877	45 647
Infrastructures	95	1 438	41 350	42 882
Capital-Investissement	107	2 709	24 956	27 771
Convertibles	244	8 190	18 754	27 188
Autres	917	2 451	17 003	20 371
Gestions alternatives	451	1 323	4 656	6 430
Total 2020	10 212	206 655	2 143 887	2 360 754

Source : Enquête Af2i 2021



AG2R LA MONDIALE

Témoignage

AG2R La Mondiale Gestion actions, bilan 2020 et perspectives 2021

L'année 2019 avait été marquée à l'été par la forte baisse des taux, qui avait mis sous pression la solvabilité de la grande majorité des assureurs vie, encore plus en cas de conjonction de marché actions en berne et de maintien des taux au niveau de l'été.

La quasi-totalité du portefeuille actions des compagnies d'assurances avait donc été couverte fin 2019 avec une prise de profit partielle permettant de financer cette couverture.

La gestion de l'année 2020 en a donc été grandement facilitée, permettant d'accompagner les rotations sectorielles par une gestion active des portefeuilles qui ont même été renforcés sur les points bas du premier semestre. La couverture a été restructurée dans le second semestre pour, compte tenu du soutien inconditionnel des gouvernements et banques centrales, renforcer la sensibilité du portefeuille et bénéficier de la reprise.



La gestion de la première partie de l'année 2021 s'inscrit dans cette continuité, à savoir une gestion sur trois plans :

- d'un point de vue macro, pouvoir bénéficier de bonnes perspectives sur les marchés, en accompagnant la hausse par des prises de profit, tout en renforçant le cas échéant le portefeuille sur d'éventuelles opportunités ;
- d'un point de vue micro, continuer une gestion active par valeur, secteur, zone géographique ou compartiment de marché ;
- la restructuration permanente de la couverture, pour tirer parti des mouvements relatifs de volatilité.

Cette stratégie, bénéficiant de la constitution initiale d'un matelas important de plus-values latentes, permet de rester exposé aux marchés actions, de continuer à bénéficier des apports d'une gestion active, tout en limitant l'impact d'un choc sur la solvabilité.

03. Principales classes d'actifs

► Actions

2020 restera pour les citoyens du monde une année extraordinaire, au sens propre du terme, avec une pandémie qui a paralysé toutes les économies, provoquant un choc sans précédent et le déploiement pour y faire face de politiques de soutien aussi inédites qu'audacieuses, lesquelles ont permis une reprise tout aussi historique. Lorsqu'un choc hors normes aux marges de la probabilité survient, les convictions et conventions en vigueur s'effondrent brutalement, la confiance se volatilise et on bascule dans un monde où l'irrationnel devient la nouvelle rationalité, alors que domine une incertitude radicale.

La crise du Coronavirus a été en 2020 un moment de cette nature avec un triple choc – sanitaire, économique et financier – à caractère mondial et inédit.

Choc sanitaire d'abord, avec une pandémie mortelle dans un monde globalisé et interconnecté où le virus a circulé rapidement et mis sous pression les systèmes de santé.

Choc économique ensuite, puisque les mesures drastiques de confinement des populations, seule arme considérée comme efficace pour endiguer la propagation du virus, ont porté un coup d'arrêt brutal à l'activité avec des chocs cumulés de demande et d'offre qui se sont diffusés au-delà des frontières nationales via la catalepsie des échanges internationaux.

Choc financier enfin, car avec la paralysie des économies pour plusieurs mois, suivie d'une gestion en stop-and-go sur une durée indéterminée, au-delà de 2020, les marchés ont anticipé une récession mondiale et son lot de défaillances d'entreprises, dans un monde déjà en surcharge de dettes au point de craindre que les débouclages désordonnés ne plongent l'économie et la finance dans un cercle vicieux aux accents dépressifs.

La correction sur les marchés actions a été d'autant plus violente et sévère sur les premiers mois de 2020 que l'*hubris* des marchés avait poussé les prix des actifs à de hauts niveaux de valorisation. Ce mouvement de balancier a provoqué, dès mi-février, une lourde chute des bourses, une remontée violente des primes de risque et une forte volatilité avec un mouvement de « sauve-qui-peut » généralisé vers les actifs de qualité, les plus sûrs et les plus liquides. Cette liquidité, tant recherchée et supposée abondante, s'est évaporée sur les segments risqués de marché avec des vagues de ventes de détresse d'actifs qui ne trouvaient pas, même à prix cassés, de contreparties acheteuses.

Ainsi, en France, le CAC 40 a baissé de 38,6% entre le 19 février 2020 et le 18 mars 2020. Sur la même période, l'indice Eurostoxx 50 baissait de 38,3%. Les prix du pétrole et des matières premières ont suivi sous l'effet de l'écroulement de la demande et de l'accumulation problématique des stocks. Le 20 avril, l'échéance de mai

du WTI sur le Nymex est tombée en territoire négatif à -37 US\$. Les *spreads* de crédit se sont envolés. La liquidité des marchés corporate s'est tarie avec le confinement des intervenants et les salles de marché vidées pendant les mises en place du télétravail.

Bientôt, en réponse au désastre, l'intervention rapide, massive et simultanée des banques centrales et des gouvernements, en décidant d'un sauvetage historique, et agissant de concert, ont permis de sauver le système, instruits qu'ils étaient de la crise financière de 2008, et de la nécessité d'agir vite.

Dès le mois de mai, les marchés financiers sont repartis de l'avant pour ne plus s'arrêter. Leur hausse ininterrompue s'est même accélérée en novembre sous le double effet de l'arrivée du vaccin de Pfizer BioNTech et de la victoire de Joe Biden le 3 novembre comme 46^e Président des États-Unis, résultat contesté par Donald Trump jusqu'à la ratification de l'élection le 14 décembre 2020 par le Collège des Grands Électeurs.

Sur l'année 2020, les bourses américaines ont mieux résisté que les européennes d'autant que la pandémie a accéléré des mutations technologiques déjà en cours – e-commerce, livraisons à domicile, streaming, Biotech, télémédecine, Fintech,... – favorables aux entreprises américaines, notamment aux GAFAM.

En Europe, malgré le rattrapage de novembre 2020, les bourses sont en baisse sur l'année. Le STOXX 600 perd 4%, le CAC 40 -7,14%. À l'inverse, le DAX gagne 2,8% tandis que le FT100 plombé par le Brexit perd 18,9% en euros.

Aux États-Unis, les principaux indices finissent l'année dans le vert : le DOW JONES gagne 7,3%, le S&P 500 16,3%. Les secteurs de la technologie et de la santé ont surperformé, le Nasdaq progressant de +43,6% en 2020. Les secteurs traditionnels - pétrole, automobile, aérien — déjà durement touchés par les changements technologiques — énergies renouvelables, voitures électriques et hybrides — se sont effondrés, d'autant plus qu'ils se sont fortement endettés, contrairement aux GAFAM qui croulent sous le cash.

En 2020, fait inédit, les versements de dividendes ont été réduits (option fréquente de paiement en actions) voire annulés par certaines entreprises en période de crise, notamment en France et en Europe, pour préserver

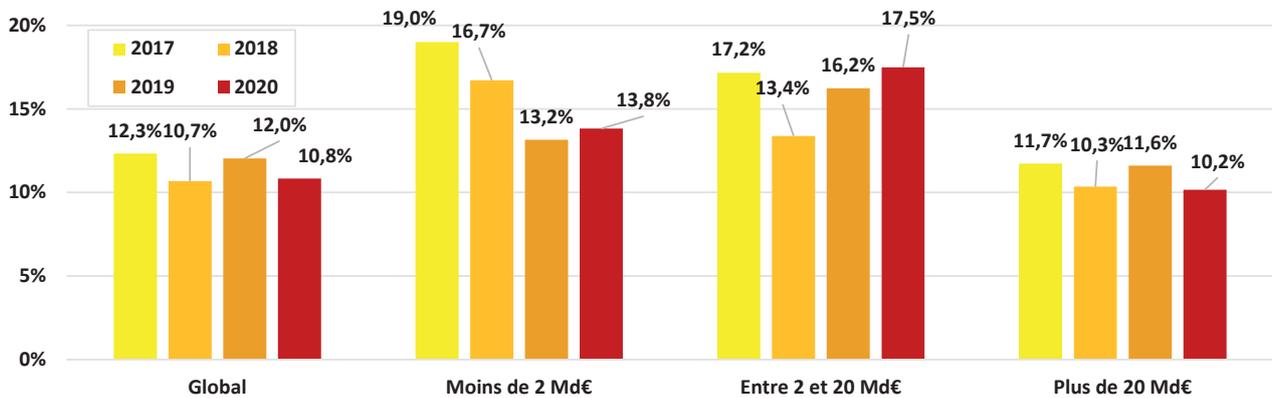
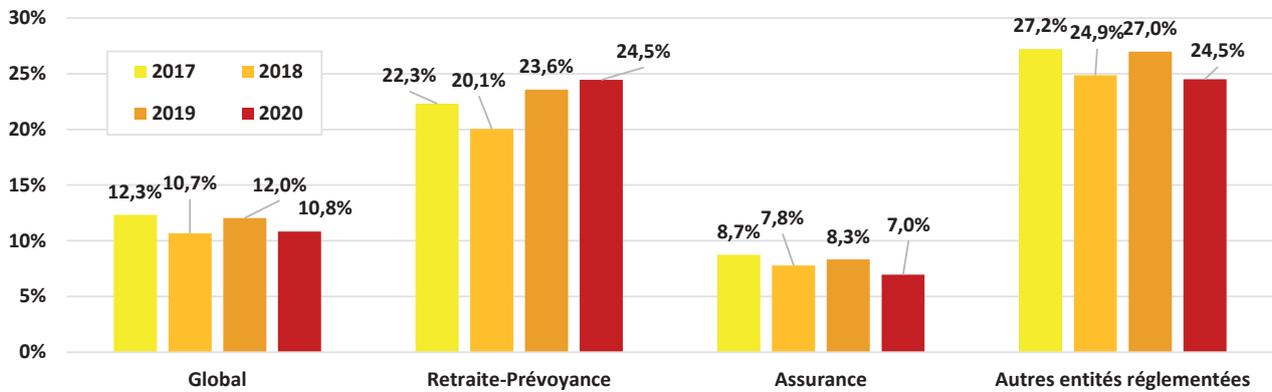
les trésoreries. Ainsi, le secteur pétrolier fragilisé par l'écroulement des prix du brut les a fortement diminués. Dès le 27 mars 2020, le gouvernement français a annoncé que l'État réservait les différentes avances de trésorerie proposées dans le cadre de la crise COVID-19 aux entreprises qui ne verseraient pas de dividendes et ne rachèteraient pas leurs actions en 2020.

Les autorités de régulation bancaire européennes ont interdit le versement de dividende par les banques, avec pour conséquence une augmentation des réserves dans les bilans. La Banque centrale européenne s'est prononcée fin 2020 sur les limites d'autorisation des paiements de dividendes, compte-tenu des résultats d'un troisième trimestre 2020 meilleurs qu'attendus, en dépit de la hausse du coût du risque et des provisions.

La Fédération Française des Assurances a déconseillé les paiements de dividendes à ses membres adhérents ; plusieurs assureurs français ont différé leur versement.

Aux États-Unis, la FED, à la suite des stress tests annuels réalisés en juin 2020, a également limité les versements de dividendes sur les trois derniers trimestres de 2020 et a gelé les rachats d'actions.

ÉVOLUTION DE LA PART D' ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES SELON LA FAMILLE D' INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



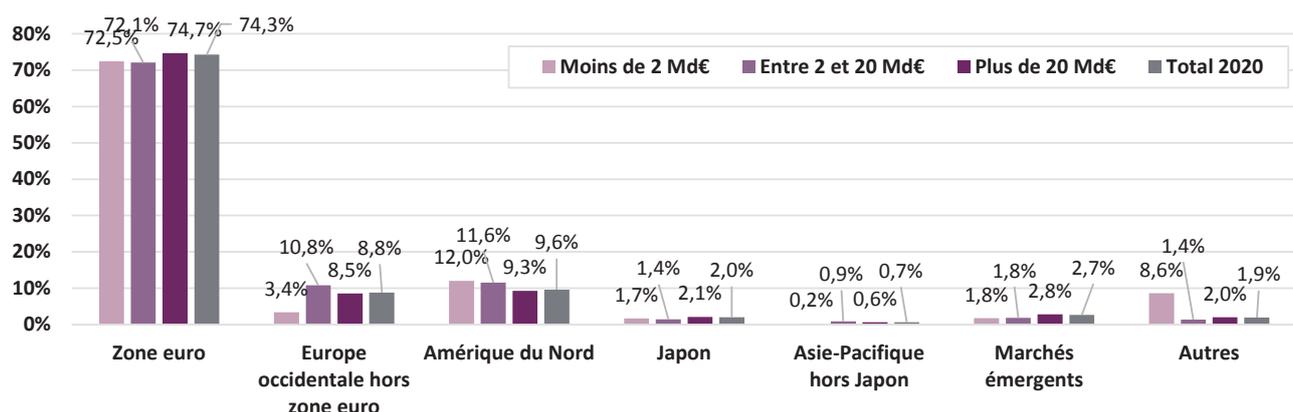
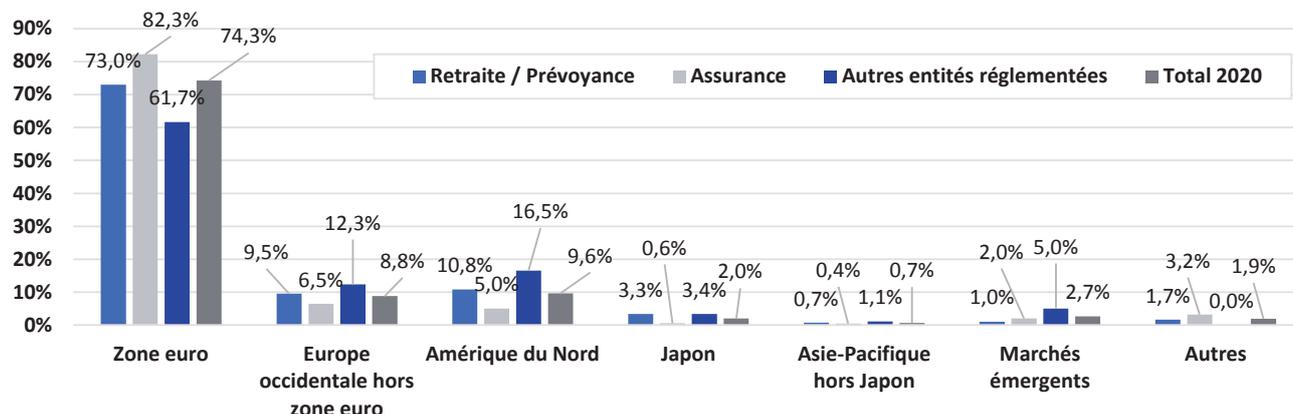
T Source : Enquête Af2i 2021

En soutien de l'économie, l'État français sait pouvoir compter sur un vivier d'investisseurs de long terme : compagnies d'assurance, caisses de retraite, mutuelles, et acteurs de la sphère publique. Tous sont structurellement engagés dans une dynamique de finance durable et responsable. Ils sont donc naturellement impliqués dans la dynamique de financement de l'économie réelle, et auront un rôle clef de stabilisateurs et de soutien aux entreprises dans les mois et les années qui viennent.

Pourtant, les allocations révèlent le poids des contraintes réglementaires et comptables, en particulier chez les assureurs, chez qui la part Actions est réduite à 7% des actifs gérés, contre près de 25% pour les caisses de retraite et les entités réglementées, avec des chiffres proches de 40% chez les entités les plus investies.

Si la proportion d'actions reste stable depuis 4 ans dans les portefeuilles de plus de 2 Md€, les différences de pourcentage s'expliquant par l'effet valorisation, elle a été en revanche significativement réduite sur les petits portefeuilles, de 19% en 2017 à 13,8% en 2020.

Répartition par zone géographique

**RÉPARTITION DES ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE
 SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)**


C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DES ACTIONS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Zone euro	8,1 %	190 577	74,3 %
Europe occidentale hors zone euro	1,0 %	22 662	8,8 %
Amérique du Nord	1,0 %	24 691	9,6 %
Japon	0,2 %	5 107	2,0 %
Asie-Pacifique hors Japon	0,1 %	1 704	0,7 %
Marchés émergents	0,3 %	6 850	2,7 %
Autres	0,2 %	4 966	1,9 %
TOTAL	10,8 %	256 556	100,0 %

Source : Enquête Af2i 2021

Les actions de la zone euro restent largement majoritaires (74,3%), mais cette part a baissé de manière non négligeable par rapport à l'année passée (76,9%), au profit des actions d'Europe occidentale hors zone euro. En effet, la part d'actions d'Europe occidentale hors zone euro est passée de 5,7% en 2019 à 8,8% en 2020. Cette hausse de la part d'actions d'Europe occidentale hors zone euro fait toutefois suite à deux années de baisse consécutives. La forte proportion d'actions européennes s'explique en partie par les freins réglementaires des groupes de retraite, pour qui les possibilités de diversification internationale sont très contraintes. La prépondérance des actions de la zone euro traduit également la frilosité à prendre des risques en devises pour les institutionnels qui n'ont pas une gestion dynamique de leur couverture de change.

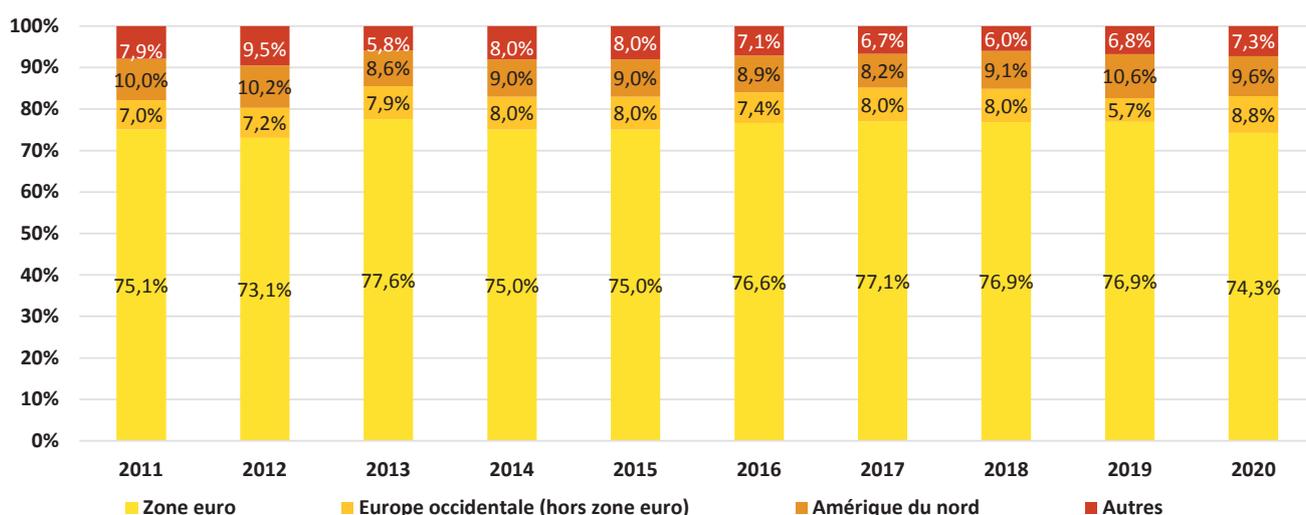
Malgré la performance positive des marchés américains sur l'année, la part d'actions d'Amérique du Nord dans le portefeuille d'actions des investisseurs institutionnels français a baissé en 2020, passant de 10,6% à 9,6%, principalement investis sur les États-Unis. L'incertitude qui planait sur les résultats ont incité à la prudence.

La relance économique de l'Administration démocrate produirait ses effets à partir de 2021. Un plan de 900 Md USD a été voté à Noël et Joe Biden a annoncé un plan additionnel de 1 900 Md USD à la veille de son investiture le 20 janvier 2021. En combinant les deux plans, si le second est voté tel quel au Congrès, le soutien budgétaire serait de 2 800 Md USD, soit 13% du PIB en année pleine.

Même si la croissance est d'abord repartie en Asie, car soutenue dès l'été 2020 par la Chine, les investissements, tant en Asie-Pacifique que sur les marchés émergents sont restés faibles chez tous types et toutes tailles d'investisseurs français. Rappelons que le FMI prévoit une augmentation du PIB chinois de 7,9% en 2021 après +2,3% en 2020.

Il n'existe pas de corrélation évidente entre la répartition géographique des actions et la taille des portefeuilles des investisseurs. Il y a même similitude dans les choix d'allocation géographique, quelle que soit la taille des portefeuilles, et, dans une moindre mesure, quelle que soit la typologie des investisseurs.

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



C Source : Enquête Af2i 2021

Sur les dix dernières années, la répartition géographique des actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels a relativement peu évolué.

Les actions européennes (zone euro et hors zone euro) continuent de représenter plus de 80% du portefeuille d'actions des investisseurs.

Parmi ces actions européennes, la part d'actions d'Europe occidentale hors zone euro a diminué de manière non négligeable en 2019, sans doute à cause des incertitudes sur les modalités de sortie de la Grande Bretagne de l'Union européenne, pour finalement remonter en 2020 à un niveau supérieur (8,8%) à ce qui était observé avant le Brexit.

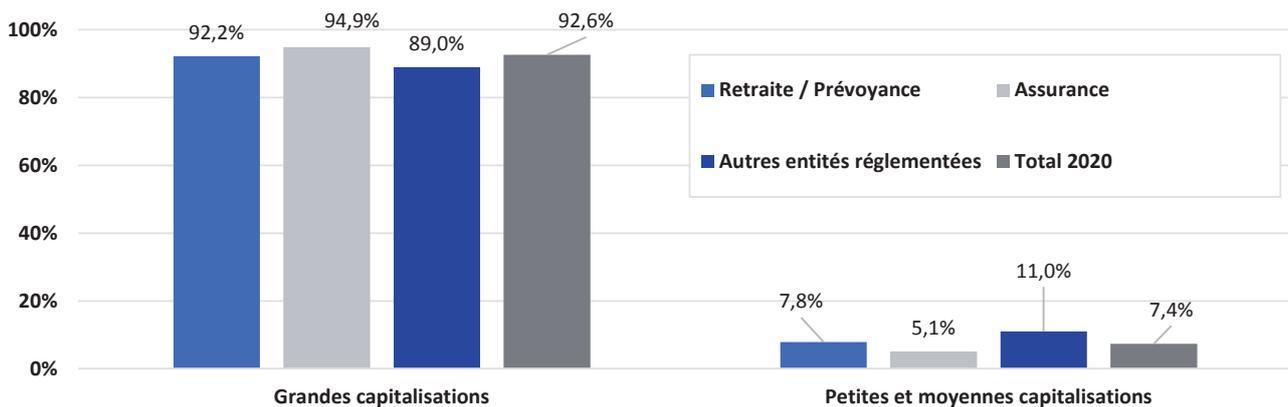
Jusqu'aux derniers jours, les négociations entre Royaume-Uni et Union européenne semblaient dans

l'impasse, avec la seule certitude que le Royaume-Uni sortirait du marché unique et de l'union douanière au 31 décembre 2020. Avec ou sans accord, les investisseurs ont progressivement intégré qu'il s'agirait d'un Brexit "dur" impliquant de réels changements réglementaires et des barrières aux échanges commerciaux dès le 1^{er} janvier 2021. Les inquiétudes suscitées par les conséquences d'un Brexit dur sur la croissance britannique, comme sur la poursuite des activités de certaines entreprises, associées à une reprise très forte de la crise sanitaire au Royaume-Uni fin 2020, ont conduit les investisseurs à être prudents, mais opportunistes dans les phases de décrochage du marché britannique.

Malgré de très bonnes perspectives sur les marchés américains et asiatiques, les allocations restent relativement stables sur ces zones géographiques.

Répartition par taille de capitalisation

RÉPARTITION DES ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TAILLE DE CAPITALISATION SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



T Source : Enquête Af2i 2021

Nota Bene : Pourcentage de petites et moyennes capitalisations (P&M caps) dans la poche « Actions ».

La liquidité, la taille du flottant, et dans une moindre mesure l'intégration d'un titre à un indice, étant des critères importants pour les investisseurs institutionnels, il n'est pas surprenant que les portefeuilles soient investis à plus de 85% sur les grandes capitalisations.

En 2019, alors que nous étions dans une phase de marchés haussiers, sur le marché français, les performances du Mid 60 et du CAC Small ont été inférieures à celles de l'indice CAC 40. En moyenne, les petites et moyennes valeurs présentaient début 2020 une décote de l'ordre de 20% par rapport aux grandes capitalisations. En dépit de cela, dans le contexte de stress de l'année 2020, les

investisseurs institutionnels ont pourtant opéré une sélection encore plus drastique des valeurs de petites et moyennes capitalisations entrant dans leurs portefeuilles.

Les critères clefs ont été les secteurs d'activité et surtout les fondamentaux des entreprises. Beaucoup d'investisseurs ont multiplié les rencontres de dirigeants, en direct ou via leurs gestionnaires d'actifs : cette démarche est considérée désormais comme primordiale, dans un univers de moins en moins suivi par les analystes, et sur lequel le déficit d'information touche aussi l'analyse ESG.

Gestion de l'exposition en devises et utilisation de produits structurés actions

Comme les années précédentes, il était demandé aux investisseurs institutionnels s'ils étaient sensibles au risque de change et s'ils avaient une politique active de gestion de l'exposition en devises.

17,9% des investisseurs ayant répondu à la question ont déclaré qu'ils étaient sensibles au risque de change.

Par ailleurs, un quart des répondants déclarent avoir une politique active de gestion de l'exposition en devises. C'est plus qu'en 2019 (22%), mais moins qu'en 2017 (29%).

La gestion active des devises est principalement l'apanage des investisseurs gérant des actifs importants, qui ont une part de leurs titres vifs en devises. Les petits portefeuilles, lorsqu'ils investissent hors zone euro, privilégient des parts de fonds en euros, ce qui revient à une couverture systématique.

La prépondérance des actions de la zone euro s'explique en partie par une certaine frilosité à prendre des risques sur le marché des changes. L'année 2020 s'est révélée agitée également sur ce terrain.

Le dollar a cédé du terrain face à de nombreuses devises, affaibli par la création monétaire du FED et par l'ouverture du déficit commercial américain. Sur les neuf premiers mois 2020, la balance des comptes courants américaine affichait un déficit de 451 Md USD contre

376 Md USD sur les neuf mois équivalents de 2019, à 3,4% du PIB, malgré les mesures de rétorsions commerciales diverses imposées aux partenaires commerciaux des États-Unis par l'Administration Trump au nom de sa doctrine « America First ».

Ainsi, l'euro s'est apprécié de 8,9% contre dollar, le yen de 5% et le Renminbi de près de 7%.

Les investisseurs étaient également interrogés sur leur utilisation de produits structurés. Cette année, 17,5% des répondants ont déclaré utiliser des produits structurés contre 21% l'année dernière. Au fur et à mesure que les produits en portefeuille arrivent au remboursement final, ils sont réinvestis sur d'autres classes d'actifs. Les millésimes de la décennie précédente ont déçu, et d'autres investissements sont aujourd'hui plus séduisants : marginalement, les fonds *absolute return*, mais surtout le *high yield* et les produits de dette privée.



Témoignage

ERAFP Investissements en actions en 2020

Malgré les facteurs d'instabilité de l'année 2020, crise sanitaire et économique, Brexit, incertitudes liées aux élections aux États-Unis, l'ERAFP a maintenu sa stratégie de diversification et d'investissements en faveur des actions au cours de l'année.

Le calibrage du portefeuille déterminé à partir de travaux de gestion actif-passif permet à celui-ci de supporter des chocs de marché et de rester robuste dans différentes configurations de marché. Ainsi, en conformité avec l'allocation stratégique validée par le Conseil d'Administration, l'ERAFP a considéré que les creux de l'année 2020 représentaient des points d'entrée intéressants sur le marché actions qui devaient être mis à profit, en cohérence avec le rôle d'investisseur de long terme de l'ERAFP.

Sur l'année écoulée, les investissements en actions cotées ont représenté plus d'un milliard d'euro soit 47% des flux nets investis, essentiellement orientés vers les actions de grandes capitalisations de la zone euro.

Le poids des actifs à revenus variables (dont actions, fonds de private equity et d'infrastructure) dans le portefeuille est celui qui a le plus augmenté sur l'année 2020, passant de 33,6% au 31 décembre 2019 à 35,1% au 31 décembre 2020.

La recherche de diversification géographique, qui a fait ses preuves pour limiter les risques, s'est poursuivie également en 2020 avec 220 M€ d'investissements en actions internationales.

En mars 2020, le confinement et les conséquences économiques engendrées par la crise sanitaire ont fait plonger les marchés, notamment les marchés actions qui ont touché un plus bas le 20 mars 2020. Les principaux marchés actions enregistraient des performances très négatives (-32,27% pour le CAC 40, -29% pour le MSCI Europe et -28,56% pour le MSCI USA) pour ensuite rebondir très rapidement, en lien avec les mesures de soutien mises en place par les banques centrales et les gouvernements et l'espoir d'un retour à la normale apporté par la vaccination.

La valorisation du portefeuille actions de l'ERAFP a évolué de façon corrélée avec l'évolution des marchés pour revenir à un niveau très satisfaisant en fin d'année. Au 31 décembre 2020, le portefeuille actions de l'ERAFP présentait un niveau de plus-values de 3,8 Md€, équivalent en montant au niveau du 31 décembre 2019 où les plus-values représentaient 47,2% de la poche actions. Cette très bonne performance a été obtenue malgré la limitation des dividendes versées par les entreprises en 2020.

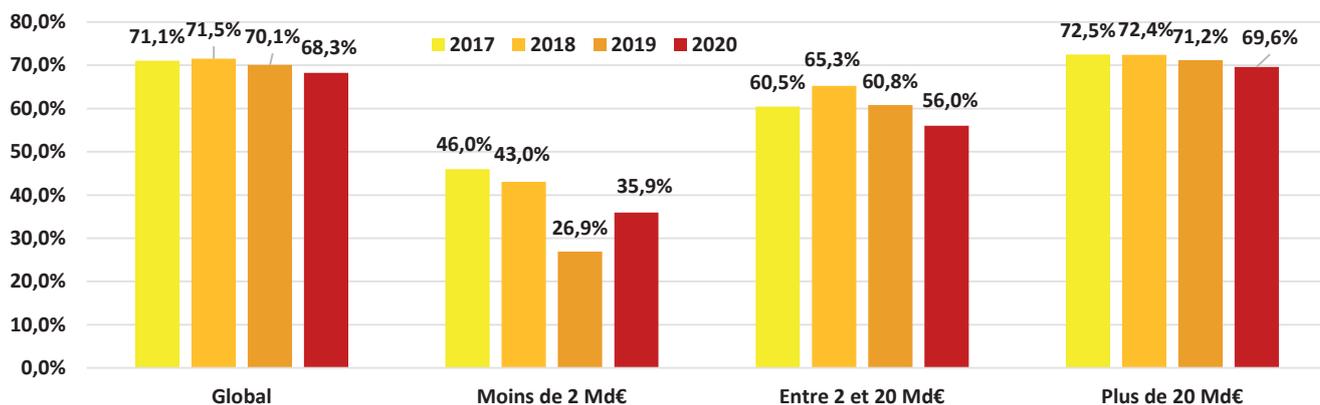
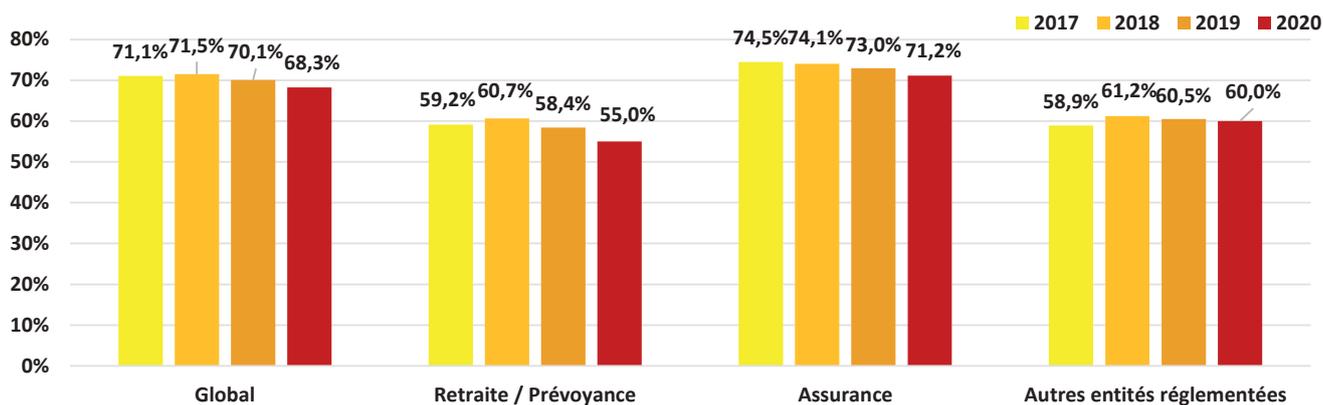
La performance globale du portefeuille d'actions est restée positive en 2020, soutenue par la très bonne performance des actions internationales de 17,44%.

En tant qu'investisseur responsable, le portefeuille de l'ERAFP a été également positionné en 2020 pour soutenir le tissu économique afin de relever les défis de l'après-crise :

- L'ERAFP s'est engagé à investir une enveloppe de 250 M€ avant le 31 décembre 2022 en faveur des entreprises technologiques dans le cadre de l'initiative Tibi qui vise à promouvoir un marché financier d'actifs cotés et non cotés et un écosystème des technologies innovantes et de rupture. Dans ce cadre, l'ERAFP envisage d'investir 150 M€ dans des fonds collectifs sur le segment coté et 100 M€ dans des fonds d'investissements collectifs non cotés. À fin 2020, l'ERAFP avait déjà investi 100 M€ dans cette initiative, 50 M€ dans les entreprises technologiques cotées et 50 M€ dans les fonds non cotés.
- Une partie des investissements de l'ERAFP a été orientée dans des initiatives dédiées spécifiquement au soutien de la reprise économique suite à la crise sanitaire. L'ERAFP détenait 577 M€ à fin 2020 investis dans des fonds dédiés d'actions de petites capitalisations françaises éligibles au label « France relance », dont l'objectif est de répondre aux besoins de financement des entreprises françaises pour la relance de leur activité. Par ailleurs, l'ERAFP a investi 10 M€ dans un fonds de place orienté dans le secteur de la santé visant à soutenir la reprise économique de la France.
- Enfin, à fin 2020, l'ERAFP détenait 170 M€ de fonds multi-investisseurs d'actions « changement climatique ».

Obligations

ÉVOLUTION DE LA PART D'OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



T Source : Enquête Af2i 2021

Les obligations restent la principale classe d'actifs pour l'ensemble des investisseurs institutionnels, quelle que soit leur famille, et représentent entre 55% et 70% des portefeuilles. Ceci s'explique par les enjeux réglementaires pour nombre d'investisseurs, le coût en fonds propres des autres classes d'actifs pour les entités soumises à Solvabilité II et surtout par les contraintes de gestion actif-passif, pour tous les acteurs qui doivent servir un rendement à leurs sociétaires.

On note néanmoins, depuis deux ans, une légère baisse de la part d'obligations classiques dans les portefeuilles, aussi bien pour les organismes de retraite/prévoyance, pour les compagnies d'assurance que pour les autres

entités réglementées, et ce au profit de produits de dette privée, aux rendements prévisionnels plus attractifs.

Pourtant, les rendements offerts par les emprunts d'État sont peu séduisants. En 2020, les grandes banques centrales — FED, BCE, BOE, BOJ — ont acheté plus de 6 500 Md USD via leurs programmes de *quantitative easing*, composés essentiellement d'emprunts d'État.

Ces actions concertées, d'une rapidité et d'une ampleur exceptionnelles, ont provoqué une nouvelle baisse des taux obligataires en 2020. Ainsi, le taux de l'OAT 10 ans est passé de +0,12% le 31 décembre 2019 à -0,34% le 31 décembre 2020.

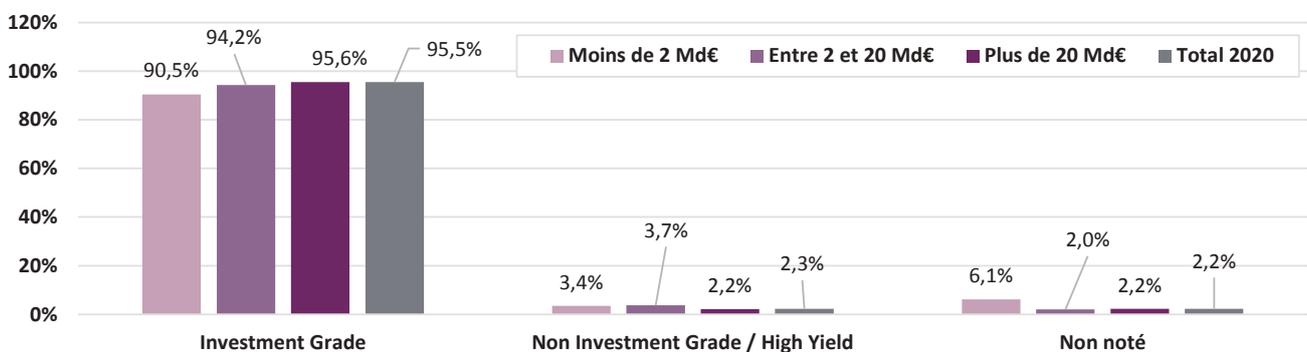
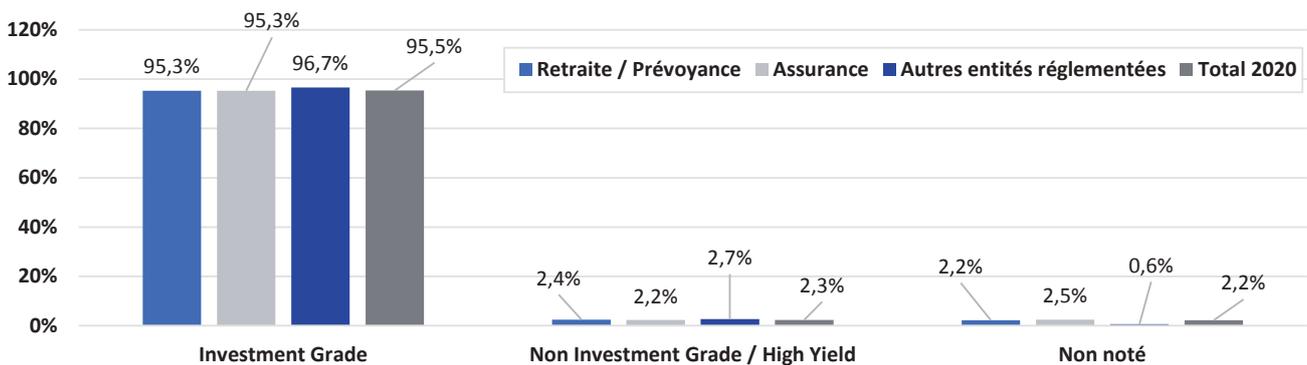
Le maintien à 0%, voire en territoire négatif, des taux directeurs des banques centrales pilote en fait la courbe des rendements.

On observe en zone euro une convergence des taux d'intérêt dans la baisse avec un écrasement des *spreads* des pays du Sud et un recul historique, notamment du taux italien (taux 10 ans à 0,54% le 31 décembre 2020 contre 1,41% un an plus tôt). L'absence d'inflation sur 2020 permet à la BCE de justifier la persistance d'une politique monétaire ultra accommodante.

Les investisseurs institutionnels dont les portefeuilles sont inférieurs à 2 milliards d'euros ont une part d'obligations plus faible dans leur portefeuille (35,9%). Ce pourcentage est néanmoins en hausse de près de 10 points de pourcentage par rapport à l'année passée, compensant une baisse des liquidités et de la part des produits structurés. En 2020, le taux de l'EONIA moyen ressort à -0,46% : les investisseurs ont cherché, en allant sur la partie courte de la courbe obligataire, à trouver des rendements plus proches de zéro et moins pénalisants dans les portefeuilles.

Répartition par classe de notation

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR NOTATION SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



T Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR CLASSE DE NOTATION

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Investment Grade	64,1 %	1 517 428	95,5 %
Non Investment Grade / High Yield	1,6 %	36 731	2,3 %
Non noté	1,5 %	35 480	2,2 %
TOTAL	67,2%	1 589 639	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

La classification des obligations retenue pour l'Enquête segmente les obligations entre les trois univers d'investissement : « Investment Grade », « High Yield » et « Non Noté ».

De manière récurrente, année après année, les portefeuilles sont investis à près de 95 % en obligations *Investment Grade*. *High Yield* et non notés restent à des niveaux proches de 2,5 % chacun. À noter que les données ci-dessus ne concernent que le portefeuille obligataire, au sens strict du terme, et n'intègrent pas les fonds de dettes privées, eux-mêmes quasi-exclusivement positionnés sur des sous-jacents non notés, et qui représentent désormais près de 5 % des portefeuilles.

Les positions conservatrices dans les portefeuilles, bien que nombre d'émetteurs bénéficiant d'une notation de qualité émettent à taux négatif, s'expliquent en grande partie par les inquiétudes suscitées par l'accroissement des dettes publiques et privées en 2020, et les conséquences économiques sur les entreprises dans les mois qui viennent.

Le stock global de dette (publique et privée) à rendement négatif augmente en fait depuis les cinq dernières années, 2020 ayant accéléré la tendance : sa valeur totale dépassant 11 000 milliards d'euros en mars 2021. Environ 20 % des obligations composant l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate, qui intègre les obligations souveraines ainsi que les obligations d'entreprises, se négocient à des taux négatifs.

Le dénominateur commun à toutes les économies dans la gestion de la crise au cours de l'année 2020 a été, en effet, l'explosion des dettes publiques et privées. Les plans de relance ont eu pour effet de gonfler les dettes publiques et, en conséquence, les appels au marché des

Trésors publics. La dette privée des entreprises augmente également de façon colossale. Selon le cabinet Refinitiv, les entreprises ont levé mondialement sur les marchés en 2020 3 800 Md USD, dont 2 950 Md USD en obligations et 850 Md USD en actions. Le soutien des banques centrales, via leurs programmes de *quantitative easing*, a rassuré les investisseurs institutionnels sur la solvabilité des obligations qu'ils détenaient.

L'intervention directe des banques centrales sur le marché des obligations *corporate* s'est avérée efficace, car elle a permis aux *spreads* de crédit de refluer violemment malgré l'explosion de l'endettement des *corporate* et de l'augmentation des défauts.

De manière générale, les *spreads* de crédit sur les obligations *investment grade*, après s'être très fortement écartés au printemps, tant par un effet sidération que par l'absence d'opérateurs sur les marchés, sont revenus fin 2020 à leur niveau d'avant crise. À titre d'exemple, fin 2020, le *spread* d'un composite BBB à quatre ans en euros était revenu à son niveau de février 2020, pré-Covid, à 75 points de base.

Le rapport sur les taux de défaut du *high yield* mondial publié par l'agence Moody's en novembre 2020 annonce un niveau de 5,7 % à horizon mars 2021 et 6,5 % à douze mois, niveau le plus élevé depuis 10 ans : le résultat est néanmoins très contrasté entre 8,7 % pour les États-Unis et 2,7 % pour l'Europe, zone principale d'investissement des institutionnels français. Pour la première fois de son histoire, Moody's ne fait figurer aucun secteur en surveillance positive. Au contraire, l'agence pointe du doigt les entreprises déjà très fragiles avant la Covid ainsi que les « zombies », avec une prédominance de ce risque aux États-Unis.

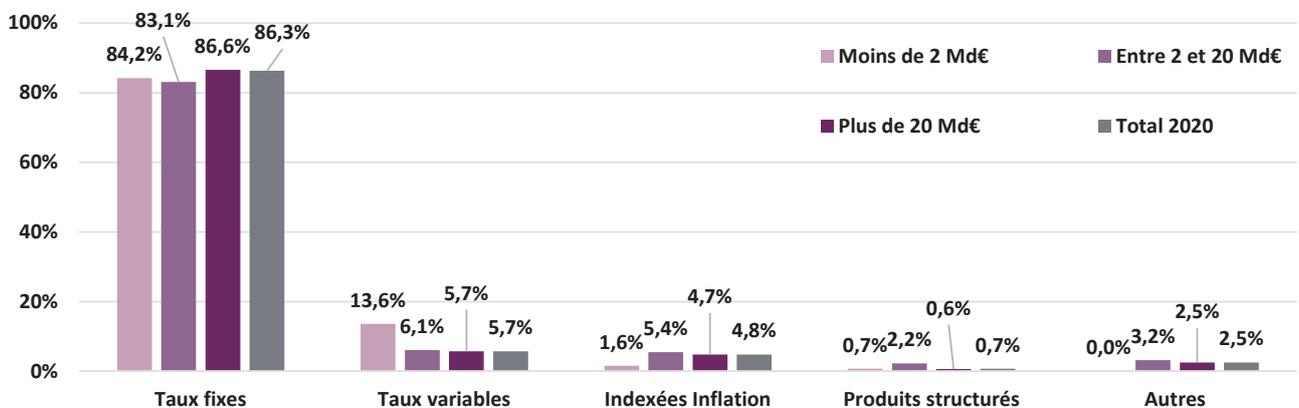
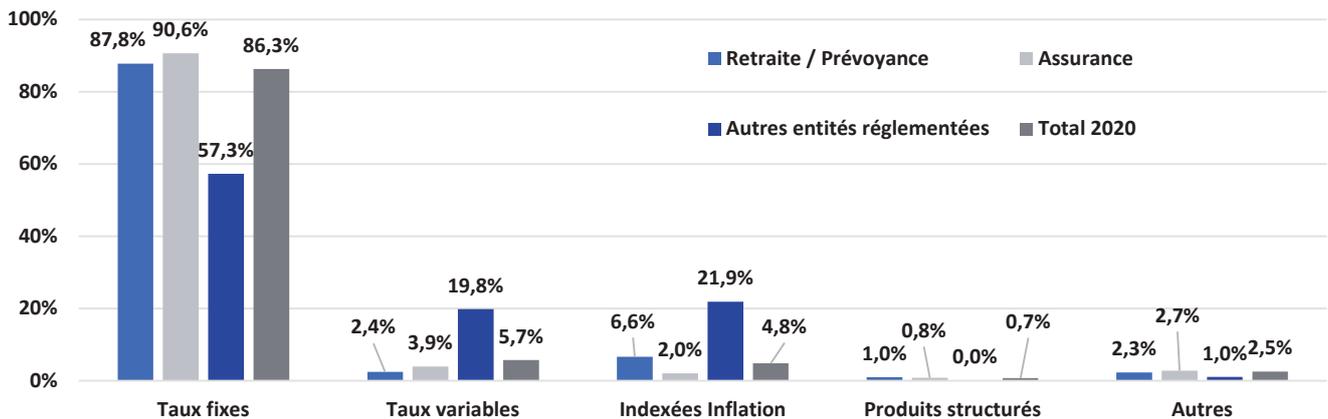
Dans le même temps, S&P prévoit dans ses dernières publications de fin 2020 un taux de défaut *high yield* extrêmement pessimiste pour l'Europe de 8% en septembre 2021, après la confirmation de niveaux de 3,35% en juin 2020 et de 4,3% en septembre 2020. La prévision est encore plus noire pour les États-Unis, avec une anticipation de défaut à 12,5% en septembre 2021. À fin octobre 2020, le taux de défaut aux États-Unis était de 8,3%, ce qui correspond à 124 défauts d'entreprises.

En comparaison, il n'atteignait que 4,2% en Europe, soit 31 défauts d'entreprises et 14 pour l'Asie.

Certes, les crises précédentes, en particulier en 2008, ont montré que les anticipations de défaut étaient souvent surestimées, surtout en Europe, où les États mettent en œuvre des politiques de soutien aux entreprises, mais la prudence est de mise chez tous les institutionnels français.

Répartition par type de taux

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE DE TAUX SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE DE TAUX

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Taux fixes	58,9%	1 395 067	86,3%
Taux variables	3,9%	92 381	5,7%
Indexées Inflation	3,3%	77 093	4,8%
Produits structurés	0,5%	11 083	0,7%
Autres	1,7%	40 363	2,5%
TOTAL	68,3%	1 615 986	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

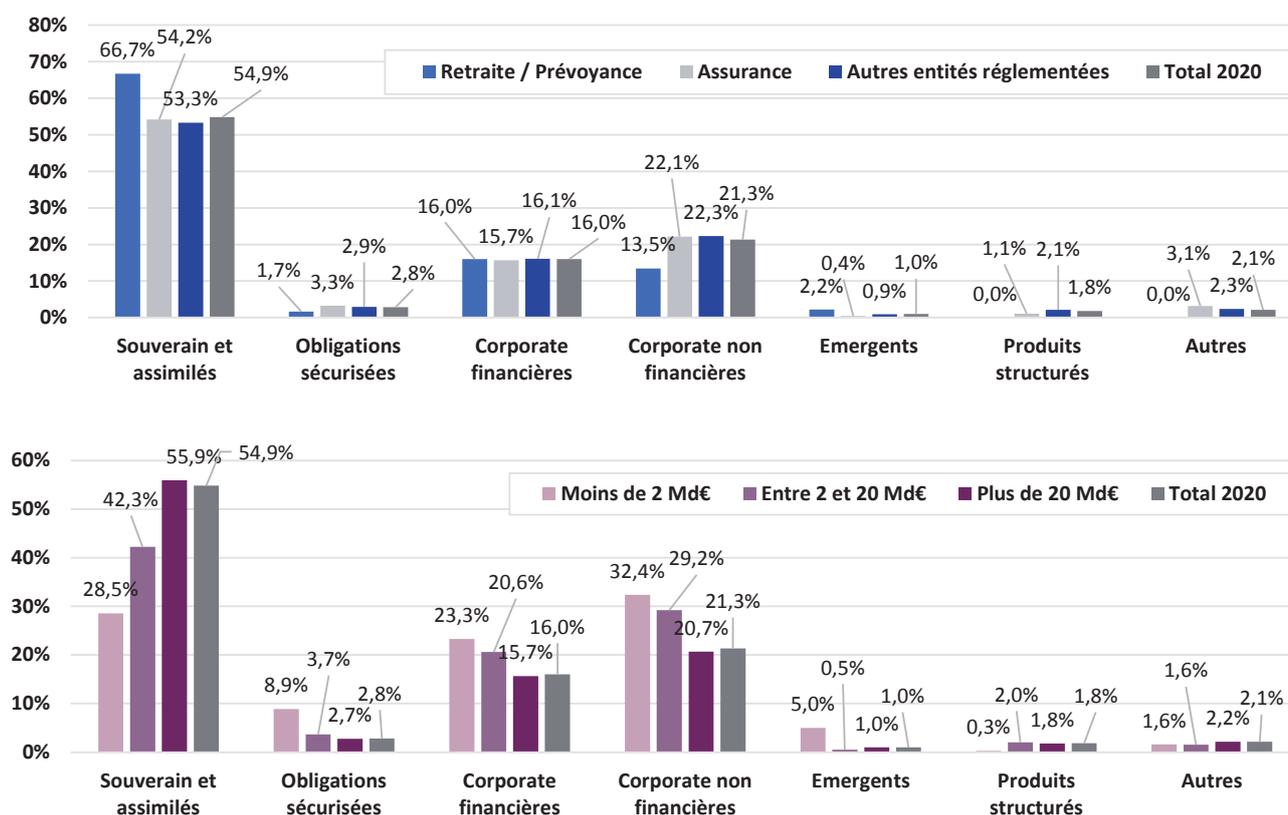
La structure globale des portefeuilles obligataires des répondants de l'Enquête varie peu d'une année sur l'autre et reste fondée en moyenne à plus de 85% sur les obligations à taux fixe.

La crise sanitaire et ses répercussions sur les marchés financiers n'ont pas fait apparaître de tensions sur la liquidité des assureurs. Ainsi, les actifs liquides et de bonne qualité représentent la moitié des actifs des assureurs vie et mixtes, et permettent de couvrir l'équivalent de 30 mois de sinistres en moyenne en assurance non-vie.

Taux variables et indexés sur l'inflation sont particulièrement recherchés des « Autres entités réglementées ». Les émetteurs de titres indexés sur l'inflation sont peu nombreux : ce sont surtout des États, qui émettent sur des durées longues. En Europe, ce sont principalement France, Allemagne et Italie. L'option d'indexation est presque gratuite compte-tenu du niveau actuel des taux. À terme, c'est une forme de couverture, en cas de reprise de l'inflation, pour des structures qui verseront des rentes indexées sur l'inflation.

Les portefeuilles inférieurs à 2 Md€ sont ceux qui détiennent en proportion la part la plus forte d'obligations à taux variable et qui, en revanche, sont peu investis en obligations indexées sur l'inflation, trop longues en maturité au regard de leurs passifs. Les références de taux variables retenues sont principalement celles de l'Euribor 3 mois. Les références longues, de type TEC 10 ans, n'ont plus la cote, compte-tenu des niveaux absolus de taux d'intérêt. L'objectif recherché est une maximisation du rendement sur la partie courte de la courbe des taux sur un univers *Investment Grade*, en minimisant le risque de taux et avec un faible niveau de volatilité.

Répartition par type de risque

**RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES
PAR TYPE DE RISQUE ET SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)**


C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE DE RISQUE

Type de risque	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Souverain et assimilés	36,8%	870 567	54,9%
Obligations sécurisées	1,9%	44 788	2,8%
Corporate financières	10,8%	254 485	16,0%
Corporate non financières	14,3%	338 499	21,3%
Emergents	0,7%	15 949	1,0%
Produits structurés	1,2%	28 951	1,8%
Autres	1,4%	33 873	2,1%
TOTAL	67,0%	1 587 111	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

Malgré une courbe des taux de l'État français en zone négative jusqu'au dix ans, et un Bund allemand négatif jusqu'à la maturité de 18 ans, les titres d'État représentent toujours 55% des portefeuilles obligataires institutionnels à fin 2020. La proportion est plus élevée pour les groupes de retraites et de prévoyance, qui ont des contraintes plus strictes en matière de risque crédit.

Depuis mi-2020, de nombreux émetteurs souverains de la zone euro, notamment l'Autriche, la Belgique, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas, émettent à des taux d'intérêt négatifs, même sur des maturités longues. Malgré l'accroissement de l'émission de dette dans les pays de la zone euro pour contenir le ralentissement économique dû à la pandémie par une relance budgétaire, les taux souverains sont demeurés proches de leurs plus bas niveaux historiques. Cela vaut également pour des pays comme l'Italie et la Grèce, dont les niveaux de dette étaient déjà très élevés et le risque de crédit associé plus important. Après une brève hausse au début de la crise et en dépit d'une remontée au premier trimestre 2021, les rendements souverains à dix ans ont diminué en moyenne de 15 points de base environ entre mars 2020 et mars 2021.

Les assureurs, comme les autres types d'investisseurs institutionnels, n'ont que peu modifié leurs portefeuilles d'actifs obligataires en 2020. La crise, avec la dégradation des notations des obligations, n'a eu qu'un impact modéré sur la qualité globale des portefeuilles. Ainsi, pour les assureurs français, la part des obligations dont la notation est strictement inférieure à BBB- est passée de 0,6% à 0,9%.

Dans l'univers « corporate », la part de « corporate » non financières dépasse désormais celle des émetteurs financiers. C'est une tendance de fond depuis 2008, qui s'est accélérée ces dernières années. Le gisement d'émetteurs *corporate*, non financiers, a considérablement augmenté, les entreprises profitant des taux bas sur les marchés pour désintermédier une partie de leur dette. Les investisseurs ont vu l'opportunité de diversifier les signatures en portefeuille, et de fait, de réduire leur exposition crédit globale.

Une part des obligations émises par des établissements financiers sont des titres subordonnés, qui offrent un différentiel de rendement par rapport aux dettes senior, et proposent des maturités relativement longues.

La dette émergente peine à se développer dans les portefeuilles. Les investissements se font principalement via des fonds, dans la mesure où l'accès en lignes directes est complexe d'un point de vue opérationnel. Le différentiel de change est un frein supplémentaire, qui peut venir grever la performance du rendement obligataire, que l'on soit en devise locale ou en équivalent en euros. En outre, beaucoup d'investisseurs hésitent devant les incertitudes géopolitiques et les doutes en matière de gouvernance et de droits de l'homme de certains pays.

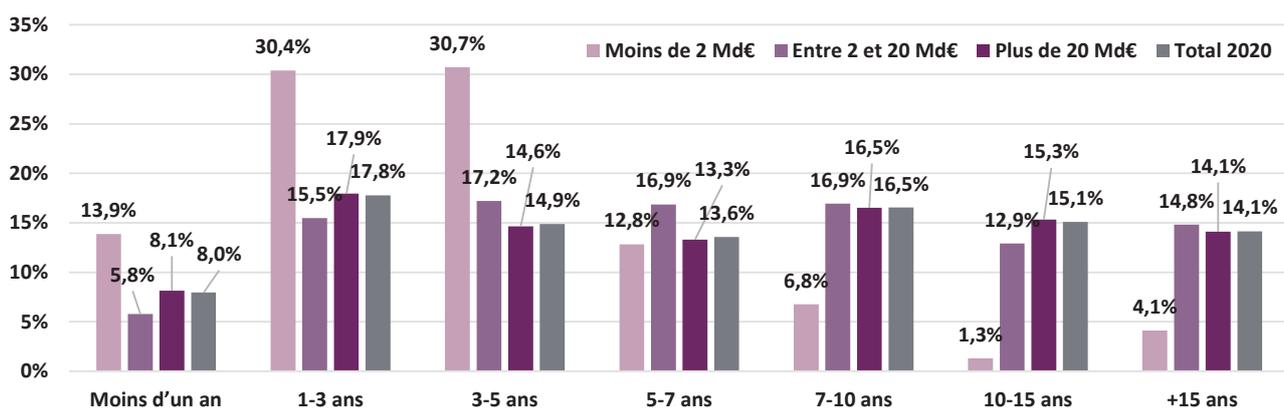
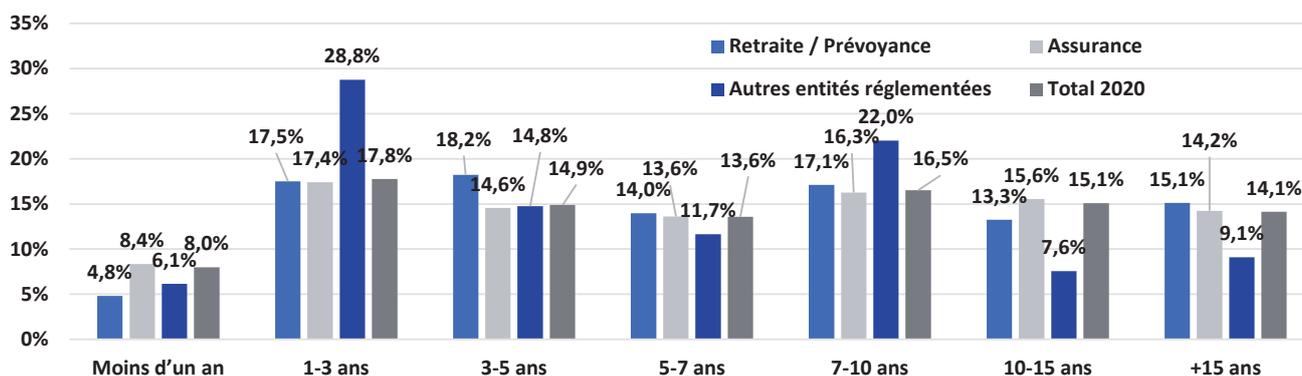
Plus les portefeuilles sont de taille significative, plus l'enjeu de liquidité des titres est important. Il n'est donc pas anormal de trouver une proportion supérieure à 50% de titres souverains chez les institutionnels gérant plus de 20 Md€ d'actifs.

Les portefeuilles de moins de 2 Md€ détiennent 32,4% d'émetteurs privés non financiers, soit légèrement plus que la part de titres souverains. C'est une prise de risque supplémentaire : les institutionnels concernés n'ayant le plus souvent pas d'équipes d'analystes crédit, cette gestion est déléguée, via des mandats ou des fonds, à des sociétés de gestion ayant la capacité de mesurer et de contrôler le risque crédit des émetteurs.

N'oublions pas, en outre, que la norme IFRS 9, applicable depuis 2018, est très impactante en matière de risque crédit, puisqu'elle impose un provisionnement dès l'achat pour les titres obligataires, ou à l'octroi pour les prêts, du montant probable de perte en cas de défaut pour les transactions traitées en coût amorti. Les investisseurs soumis aux règles comptables IAS-IFRS ont donc été particulièrement sélectifs dans leur choix d'émetteurs, dans un contexte où la reprise économique sera très différenciée selon les secteurs d'activité et les zones géographiques, et où on s'attend à des défaillances d'entreprises, dès que les caudères des aides des États et des banques centrales seront enlevées.

Répartition par maturité

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR MATURITÉ SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



T Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR MATURITÉ

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Moins d'un an	5,4%	128 911	8,0%
1-3 ans	12,1%	287 355	17,8%
3-5 ans	10,2%	240 485	14,9%
5-7 ans	9,3%	219 521	13,6%
7-10 ans	11,3%	267 239	16,5%
10-15 ans	10,3%	243 878	15,1%
+15 ans	9,7%	228 597	14,1%
TOTAL	68,3%	1 615 986	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

Pour la deuxième année consécutive, on constate une hausse du poids des maturités supérieures à 15 ans. De moins de 9% en 2018, on est passé à 11,5% en 2019 et 14,1% en 2020. Cela s'explique par une recherche de rendement, qui a conduit à se positionner sur la partie la plus longue de la courbe.

À la recherche de rendement, s'ajoute également pour certains acteurs, en assurance vie et en épargne retraite supplémentaire, une recherche de durée : le différentiel entre la durée des actifs et celle des passifs ne cesse de s'écarter. Les titres au-delà de quinze ans sont de trois natures : les emprunts d'État français ou allemand principalement, à taux fixe ou indexés sur l'inflation, sur lesquels on recherche des maturités à 30 ans, et même au-delà, sur des titres qui demeurent aisément cessibles ; et dans une moindre mesure, les « green bonds », certes peu liquides, mais qui cochent la case « investissements ESG ».

À un scénario de lente remontée des taux que beaucoup avaient en tête en 2018, a succédé dès 2019 un quasi-consensus sur un scénario de « taux bas pour longtemps », qui s'est trouvé totalement renforcé par la crise sanitaire en 2020.

La plupart des investisseurs sont convaincus que le soutien monétaire des Banques centrales restera le moteur de la reprise, au moins jusqu'en 2022. D'une part, les banques centrales maintiendront des taux directeurs à 0% ou négatifs. Les investisseurs interrogés pensent qu'en outre, l'alimentation en monnaie banque centrale par des rachats massifs d'obligations souveraines va se poursuivre, pour sécuriser la liquidité du système bancaire et des marchés financiers. Le PEPP — *Pandemic Emergency Purchase Program* — géré par la Banque centrale européenne a été augmenté à 1 850 Md € le 10 décembre 2020 et allongé jusqu'en mars 2022. Il est associé à une gestion plus flexible du TLTRO III — *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* — pour alimenter les banques de la zone euro.

Les portefeuilles de moins de 2 Md€ concentrent 44,3% de leurs encours obligataires sur des maturités inférieures à 3 ans (contre 30% l'année dernière), et 75% à moins de 5 ans. C'est moins le refus d'une prise de risque que la réalité de leur modèle de gestion, et d'une adéquation entre durée des actifs et des passifs. On retrouve dans cette tranche de portefeuilles beaucoup

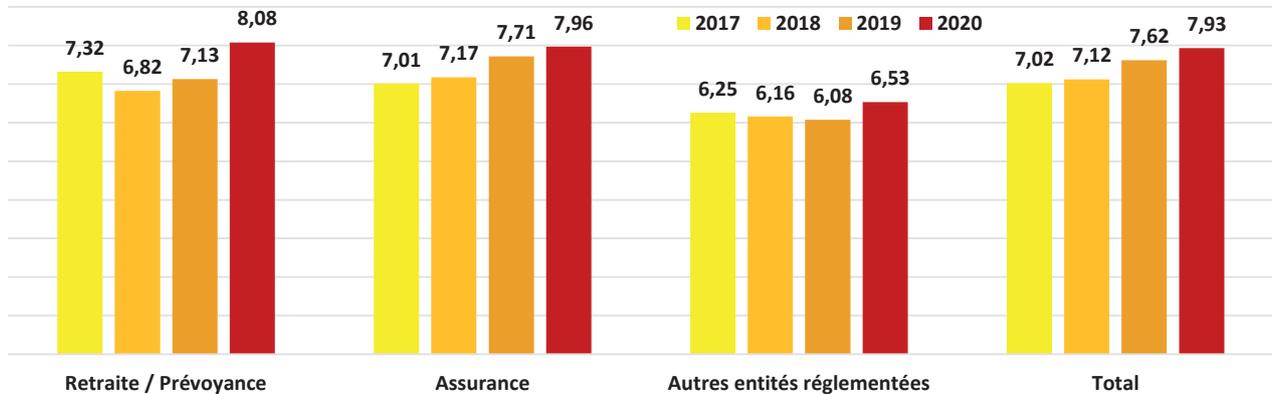
d'acteurs de l'assurance santé, dont les passifs sont inférieurs à deux ans.

L'augmentation des titres à moins de 3 ans entre 2019 et 2020 pour les portefeuilles de moins de 2 milliards est très significative : de 30,4% en 2019, on passe à 44,3% en 2020. Ceci est à mettre en relation avec la baisse des positions sur les 5-7 ans (de 17,2% à 12,8%), et surtout des 3-5 ans (de 37,3% à 30,7%), et traduit le choix d'une politique de *buy-and-hold*, sur des titres achetés à des niveaux plus attractifs que ceux d'aujourd'hui, mais qui se rapprochent inexorablement de leur date de remboursement final.

Bien que moins marquée chez les acteurs de taille supérieure à 2 Md€, la tendance de fond est la même.

Néanmoins, les portefeuilles de plus de 20 Md€ concentrent environ 46% de leurs actifs sur des maturités au-delà de 7 ans, et près de 30% au-delà de 10 ans. Pour l'essentiel, ce sont des obligations en représentation de passifs d'assurance-vie en euros ou de retraite supplémentaire, à durée longue.

ÉVOLUTION DE LA MATURITÉ MOYENNE DES PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES (EN NOMBRE D'ANNÉES)



T Source : Enquête Af2i 2021

Par construction, les portefeuilles « Retraite / Prévoyance » sont plutôt exposés sur des maturités inférieures à cinq ans. C'est cette partie des actifs qui assure la liquidité en cas de choc. Toutefois cette tendance s'est atténuée en 2020. Les obligations de maturité inférieure à 5 ans représentaient 40,6 % de leur portefeuille obligataire contre 48,2 % en 2019.

Les assureurs ont continué d'allonger la maturité de leur portefeuille. La part des titres de maturité supérieure à 7 ans est passée de 44,5 % à 46,1 %.

Les maturités moyennes des portefeuilles augmentent depuis quatre ans pour toutes les familles d'institutionnels. C'est la recherche de rendement qui conduit à aller toujours plus long sur la courbe des taux.

Assureurs et groupes de retraite et prévoyance ont une maturité moyenne du portefeuille obligataire proche de huit années, ce qui dans de nombreux cas ne couvre qu'aux 2/3 la durée des passifs. On ne regarde néanmoins ici que la maturité du portefeuille obligataire, sans tenir compte des autres actifs.

Dans le cas des autres entités réglementées, le chiffre moyen cache de très grandes disparités, entre des institutionnels aux maturités très courtes, de type fondations ou fonds de dotation, et d'autres avec des maturités moyennes très longues, dans une logique d'investissement proche de celle des fonds de pension européens.

Mouvements tactiques sur les obligations

RÉALISÉ EN 2020 - OBLIGATIONS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Vers les pays cœur de la zone euro	33%	43%	25%	Stable
Vers certains pays périphériques	26%	62%	12%	Stable
Vers des pays développés hors zone euro	18%	59%	24%	Stable
Vers des pays émergents	15%	44%	41%	Stable
Vers actifs Autres	14%	50%	36%	Stable

Source : Enquête Af2i 2021

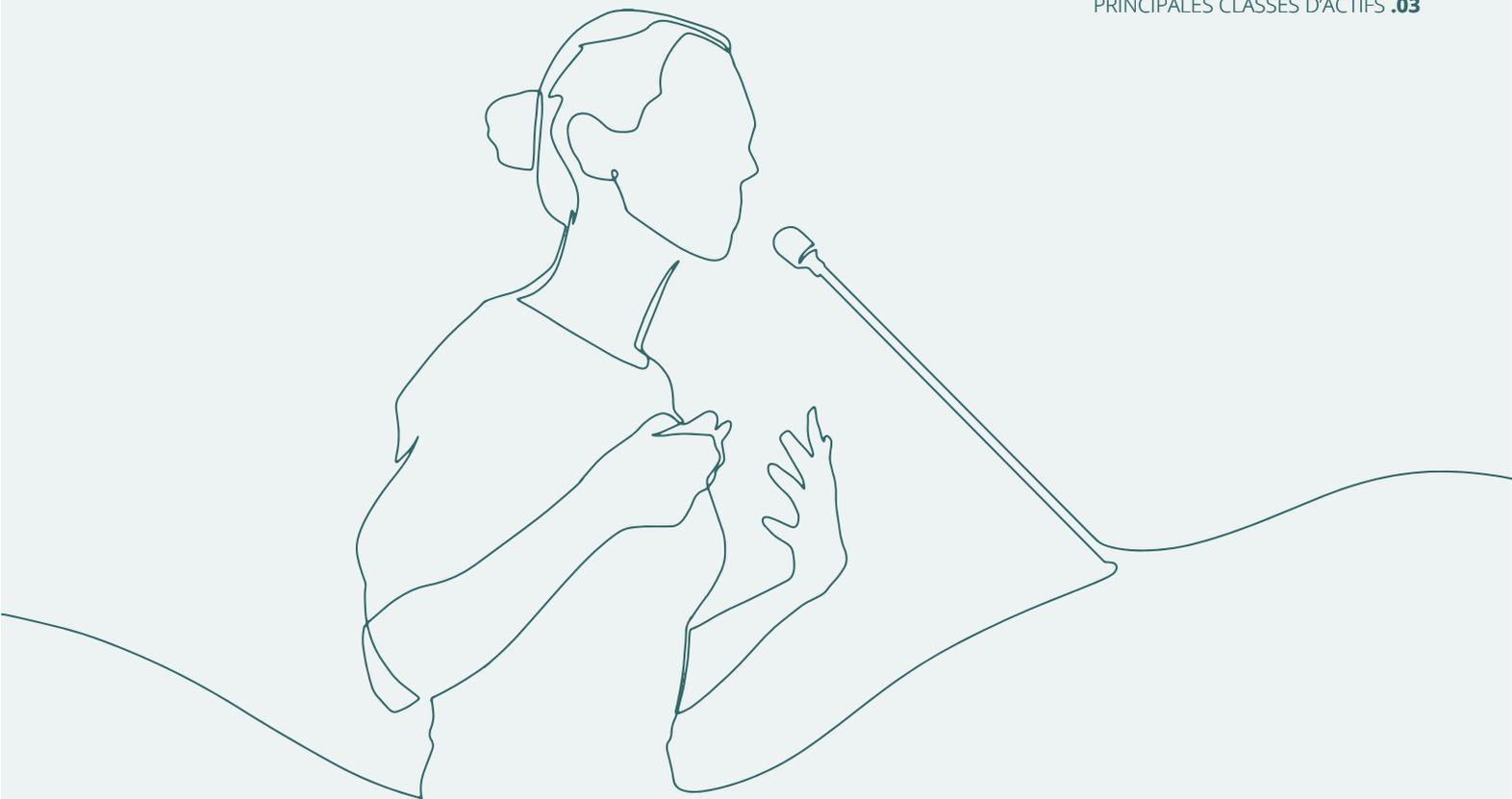
ATTENDU EN 2021 - OBLIGATIONS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Vers les pays cœur de la zone euro	24%	57%	19%	Stable
Vers certains pays périphériques	13%	75%	13%	Stable
Vers des pays développés hors zone euro	3%	85%	12%	Stable
Vers des pays émergents	8%	64%	28%	Stable
Vers actifs Autres	6%	74%	21%	Stable

Source : Enquête Af2i 2021

Comme l'année passée, la tendance est clairement à la stabilité des allocations.

Ceci est conforté par une gestion en *buy-and-hold* de titres obligataires achetés il y a quelques années, et sur lesquels on souhaite conserver le niveau de taux actuariel à l'achat, plus rémunérateur que les niveaux actuels, toutes choses étant égales par ailleurs.



Témoignage

MACSF

En 2020, avec cette crise sanitaire inédite, la position de la MACSF était particulière. En tant que premier assureur des professionnels de santé en France, le groupe devait se mobiliser aux côtés de ses sociétaires pour les soutenir matériellement dans cette période éprouvante. Et, en tant qu'investisseur et acteur de l'assurance vie, la MACSF devait aussi veiller à la préservation des performances de ses placements en IARD, Vie et retraite. La solidité du groupe, avec ses fonds propres importants et son ratio de solvabilité élevé, nous a permis de faire les deux en même temps : prendre des mesures de solidarité à court terme et investir sur le long terme pour maintenir la rentabilité des produits des professionnels de santé.

Sur les marchés financiers, les mesures massives prises par les banques centrales ont permis d'assurer la continuité des marchés, contrairement aux crises précédentes. Aussi, très rapidement en mars, nous avons profité, d'une part de la forte baisse des actions pour renforcer nos portefeuilles, et d'autre part de la hausse des *spreads* et d'un marché primaire obligataire très actif pour les sociétés bien notées pour augmenter notre

exposition obligataire. Ainsi, sur le crédit *Investment Grade*, les entreprises ont pu émettre en offrant une prime à l'émission intéressante, au moins les premières semaines de la crise sanitaire.

Nous avons, aussi, saisi quelques opportunités sur le *Cross over* ou le *High Yield* avec des noms français qui ont le soutien de l'État. Ces dernières opérations se sont faites sur le marché secondaire puisque le marché primaire pour le *High Yield* était pratiquement fermé. Nous avons profité des tensions sur les États de la zone euro pour renforcer notre exposition aux souverains et aux indexées inflation, notamment sur l'Italie et l'Espagne. Nous avons ainsi réalisé plus de 30% de notre activité annuelle normale sur les mois de mars et avril. Par la suite, les investissements ont plutôt porté sur les maturités longues pour combler notre *gap* de duration sur des notations AA ou pour indexer, à nouveau, nos portefeuilles sur l'inflation ou les taux variables avec du *Constant Maturity Swap* ou des produits de pente.

Bien évidemment, nous avons investi en fonction de notre politique et de nos engagements ISR. Ainsi, la part de nos actifs charbonnés a encore diminué cette année et nous avons plus d'un milliard d'obligations « vertes » en portefeuille.

Nous avons été aussi actif sur le non coté, l'infrastructure et l'immobilier avec l'achat en fin d'année d'un très bel immeuble de prestige, de type haussmannien, de plus de 6000 m² avenue George V.

Obligations convertibles

VALEUR DU PORTFEUILLE D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels	Retraite prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2020
Montant en M€	8 894	17 678	616	27 188

Selon la taille des portefeuilles	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2020
Montant en M€	244	8 190	18 754	27 188

Source : Enquête Af2i 2021

L'encours des obligations convertibles continue de progresser, à 27,2 Md€ : sur six ans, c'est une progression de près de 50%.

Les assureurs détiennent 65% des encours. Les portefeuilles de plus de 20 Md€ portent 69% des encours, ces portefeuilles étant majoritairement ceux des assureurs.

L'intérêt pour les obligations convertibles vient principalement d'un niveau de convexité attractif, couplé à des qualités de crédit solides. Ainsi, les convertibles offrent la sécurité d'un plancher actuariel, une grande dispersion de performances, souvent due à une asymétrie de la valorisation de l'option de conversion. Dans de nombreux cas, on surestime ce qui pourrait impacter l'émetteur à deux ans, mais on sous-estime le potentiel de changements structurels à dix ans, qui valorisera l'option de conversion.

Après un premier trimestre 2020 difficile, les obligations convertibles ont confirmé qu'elles entraînent dans un nouveau cycle vertueux, en surperformant sur l'année de pratiquement 10% les classes d'actifs traditionnelles. À fin mars, les convertibles européennes affichaient une baisse de 8,3%. Sur l'année 2020, le résultat de 8,1% est, quant à lui, positif. À titre de comparaison, un indice composite, à 1/3 en actions Eurostoxx 50, à 1/3 d'obligations *Investment Grade* et à 1/3 d'obligations *High Yield*, n'aurait donné un résultat positif que de 1,5%.

Même contreperformance de début d'année pour les convertibles monde, qui affichent une baisse de 9% au 31 mars 2020, mais clôturent l'année à + 21,5%. Un indice 1/3 actions MSCI World, 1/3 obligations *Investment Grade* et à 1/3 obligations *High Yield* n'aurait performé sur 2020 que de 7,4%.

Le gisement des obligations convertibles européennes bénéficie en outre d'une bonne qualité de crédit : 2/3 des émetteurs de l'indice ECI Europe sont notés *Investment Grade*, et plus de la moitié de l'ensemble du gisement européen est *Investment Grade*. Cette qualité de crédit est aussi le reflet d'une bonne diversification sectorielle du gisement.

C'est moins vrai aux États-Unis, où les secteurs de la technologie et de la biotech sont sur-représentés. S'ils se sont révélés porteurs dans le contexte 2020 de la crise sanitaire, le marché américain présente structurellement un niveau de volatilité et de risque supérieur à celui du marché européen.

► Prêts et fonds de dette

VALEUR DES PRÊTS ET FONDS DE DETTE EN PORTEFEUILLE (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels	Retraite prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2020
Montant en M€	2 211	73 312	2 637	78 160

Selon la taille des portefeuilles	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2020
Montant en M€	260	4 071	73 829	78 160

Source : Enquête Af2i 2021

70% des répondants à l'Enquête Af2i indiquent qu'ils investissent ou ont investi dans des prêts ou fonds de dette, contre 75% l'année dernière.

Malgré la crise sanitaire, l'activité des **fonds de dette dans les entreprises et les projets d'infrastructure** est restée soutenue en 2020. 7,7 Md€ ont été levés par les fonds gérés en France, à un niveau de 10% supérieur aux 7,0 Md€ de 2019. Autre donnée importante : 8,1 Md€ ont été investis, en baisse rapportés aux 10,1 Md€ de 2019, via 209 opérations, contre 307 en 2019.

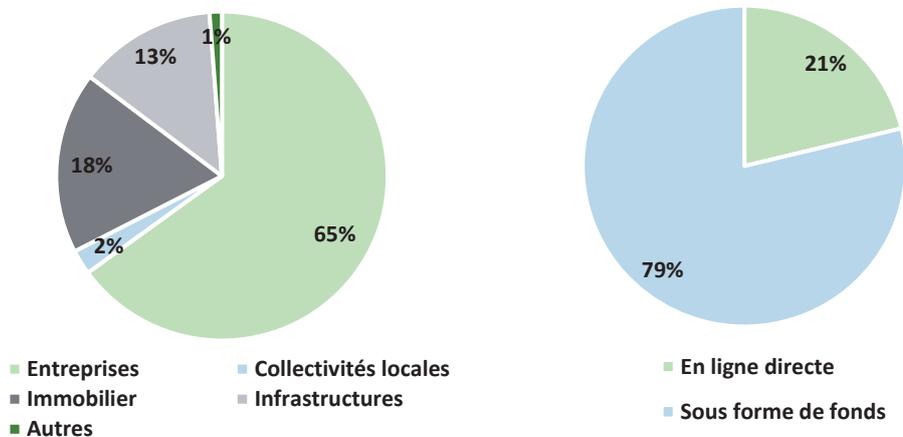
Les investissements repris ici comprennent la dette immobilière ou infrastructures, qui représentent 31% des investissements des répondants (contre 40% en 2019).

En 2020, l'attention des investisseurs institutionnels s'est portée d'abord sur le financement des entreprises en dette privée. Les levées des véhicules gérés en France ont atteint 5,4 Md€ : contrairement à la période 2016-2018, l'essentiel des levées en 2020, comme en 2019, a porté sur des montants supérieurs à 1 Md€. Les investissements se sont élevés à 7,5 Md€ : le nombre des opérations a presque triplé dans le médical et les biotechnologies dans le contexte de la crise sanitaire. Par ailleurs, les montants consacrés aux transmissions d'entreprise ont progressé de + 31% par rapport à 2019, en lien avec le financement d'opérations de grande taille, et concentrent 61% des investissements au 31

décembre 2020 (contre 41% en 2019). En revanche, les opérations de financement de croissance externe et de refinancement sont en net recul sur 2020 par rapport à 2019.

La situation est plus contrastée sur la dette privée dans les projets d'infrastructure. Certes, les levées par des véhicules gérés en France ont été en 2020 de 2,3 Md€, soit un doublement en un an, qui viendront financer des projets d'infrastructure. Mais seulement 0,6 Md€ ont été investis sur 38 projets, ce qui constitue une baisse de 59% en montant et 56% en nombre par rapport au pic de 2019. 54% des montants investis ont été consacrés à de la croissance interne.

RÉPARTITION DES PRÊTS ET FONDS DE DETTE DÉTENUS EN FONCTION DE LA NATURE DES SOUS-JACENTS ET DU MODE DE DÉTENTION



M Source : Enquête Af2i 2021

L'intérêt pour les fonds de dettes privées, annoncé dans les projets d'investissement depuis deux ans, se sont concrétisés en 2020.

À 65%, il s'agit de prêts aux entreprises (contre 56% en 2019). Les investisseurs institutionnels ont privilégié les fonds de dette senior, qui concentrent 54% des opérations réalisées en 2020. Bien que portant sur des montants globaux plus faibles, dette subordonnée et mezzanine ont connu un net regain d'intérêt en 2020. Seuls les financements en dette uni-tranche ont été boudés, avec un recul de 15% en nombre d'opérations, et de 36% en montants investis.

En termes sectoriels, les institutionnels ont privilégié les biens et services industriels, qui ont bénéficié de 38% des investissements, le médical, pharma et biotechnologies (23%), les biens et services de consommation (17%) et le secteur informatique et numérique (15%).

Sur la dette infrastructure, la dette senior regroupe 94% des montants investis en 2020.

Mais la part détenue sur les fonds de dettes infrastructure ou immobilière est en recul marqué par rapport à 2019 : 13% en dette infrastructure contre 19% en 2019, 18% en dette immobilière contre 22% en 2019. En réalité, les positions de l'année précédente ont été conservées, et les baisses en pourcentage s'expliquent surtout par un accroissement de la part investie en prêts aux entreprises, et donc un poids relatif qui augmente.

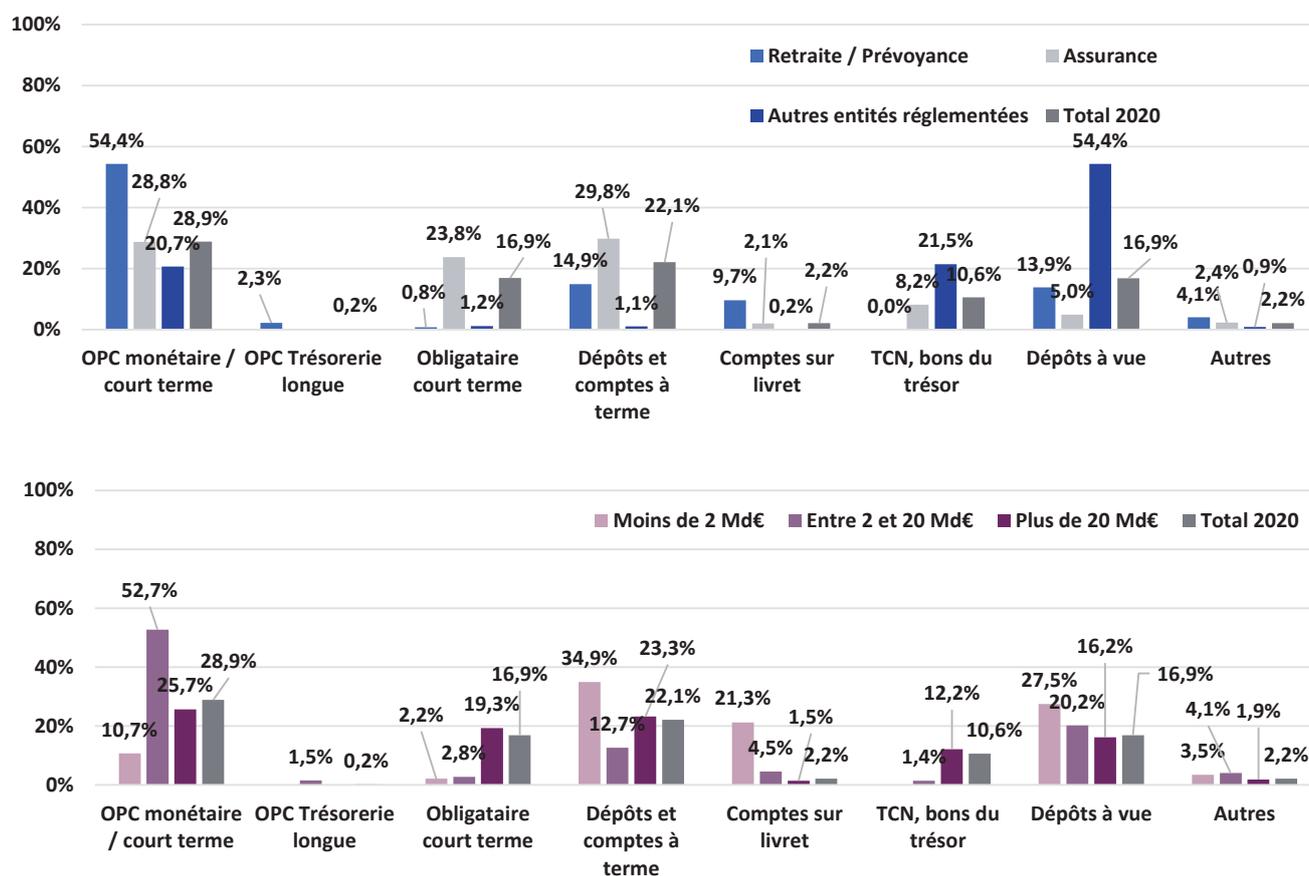
79% des investissements se font sous forme de fonds, contre 89% à fin 2019. La part intermédiée est encore très largement majoritaire, mais les acteurs dont les encours dépassent 20 milliards se positionnent plus clairement en direct, éventuellement via mandats, après quelques années de rodage des processus de contrôle des risques. L'investissement en direct nécessite un agrément spécifique : seuls les grands investisseurs, en taille d'encours gérés, ont rédigé le programme d'activités requis.

Le marché, tant sur les prêts aux entreprises que sur la dette infrastructures ou immobilière, reste très technique. Le suivi des investissements nécessite à la fois une analyse crédit et financière des sociétés bénéficiaires de prêts, ou une compréhension technique du projet d'infrastructure, mais également une connaissance juridique d'interprétation des *covenants*. Autre contrainte lourde pour un investisseur institutionnel, la documentation associée à un fonds de dette privée est importante et dense. En outre, le marché secondaire reste étroit, du fait de la jeunesse de la classe d'actifs, qui a moins de dix ans.

Autant de raisons pour lesquelles, afin de maîtriser leurs risques, les institutionnels privilégient dans leur grande majorité l'investissement via des fonds gérés par des équipes spécialisées.

Liquidités

RÉPARTITION DES ACTIFS LIQUIDES DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DES ACTIFS DÉTENUS EN LIQUIDITÉ

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
OPC monétaire / court terme	1,2%	27 914	28,9%
OPC Trésorerie longue	0,0%	187	0,2%
Obligataire court terme	0,7%	16 379	16,9%
Dépôts et comptes à terme	0,9%	21 413	22,1%
Comptes sur livret	0,1%	2 118	2,2%
TCN, bons du trésor	0,4%	10 268	10,6%
Dépôts à vue	0,7%	16 346	16,9%
TCN puttables	0,0%	0	0,0%
Autres	0,1%	2 105	2,2%
TOTAL	4,1%	96 730	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

Seule la famille « Retraite – Prévoyance » a augmenté significativement sur 2020 la proportion d'OPC monétaires et de court terme (de 38,4% en 2019 à 54,4%), au détriment des comptes sur livrets (de 19,8% à 9,7%) et des dépôts à vue (de 17,9% à 13,9%). Cela tient à une recherche de liquidité totale des supports monétaires, au cours d'une année marquée par l'incertitude. Les caisses de retraites ont accepté des reports de cotisations, alors même qu'elles ont honoré le versement des pensions... et ceux malgré des fonds monétaires qui offrent des performances négatives, l'EONIA étant resté sur des niveaux proches de -0,45% pratiquement toute l'année 2020.

Pour les assureurs et les autres entités réglementées en revanche, la part d'OPC monétaires et de court terme est en nette baisse : d'un niveau proche de 40% en 2019, on tombe sous les 30% en 2020. Pour les assureurs, l'arbitrage a été fait au bénéfice de titres obligataires à court terme. Les entités réglementées se sont quant à elles positionnées sur les TCN et Bons du Trésor : ils représentent 21,5% des encours liquides en 2020, contre une proportion quasi nulle en 2019.

Rappelons que l'Euribor 3 mois est resté de nombreux mois inférieur au taux de facilité de dépôt de la Banque centrale européenne, et offrait un très faible décalage de rémunération par rapport au taux monétaire (EONIA devenu €STR). Le marché monétaire a souffert sur la seconde partie de 2020 d'un manque d'offre : de nombreux émetteurs ont en effet favorisé leurs programmes de refinancement à moyen-long terme, malgré un contexte marqué par une forte demande de papiers de

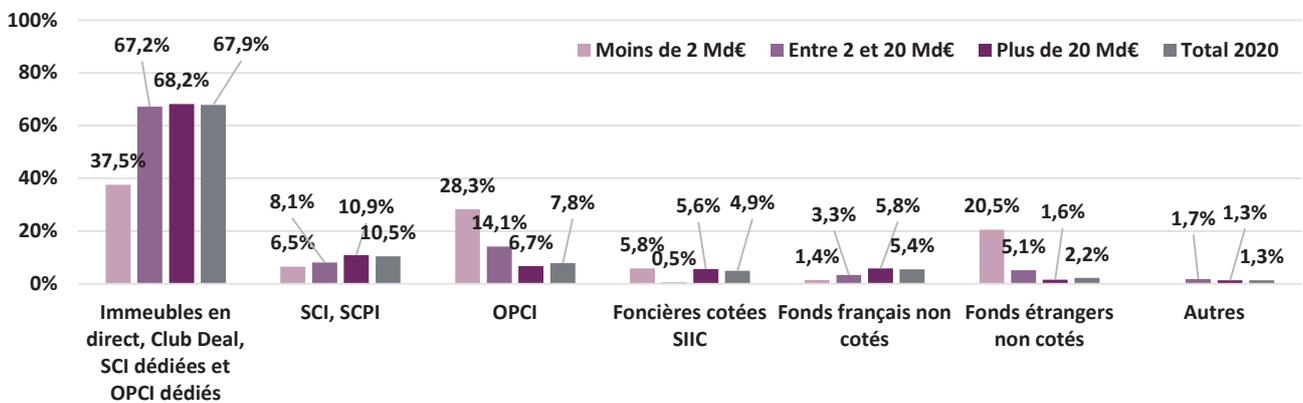
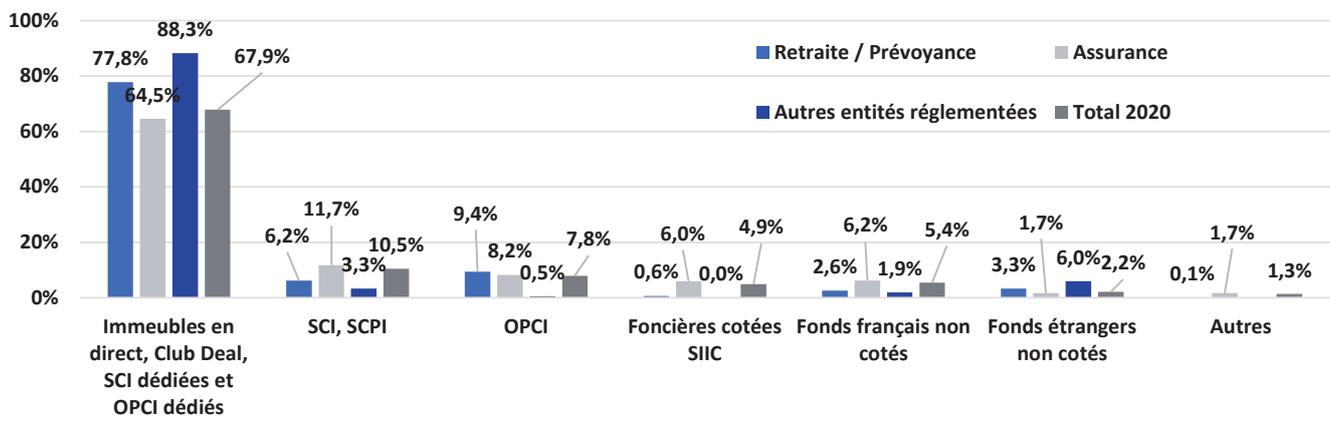
court terme. Les niveaux des *spreads* de crédit court-terme observés à l'automne 2020 étaient bien inférieurs aux niveaux d'avant crise. En fin d'année, ils se sont stabilisés sur des niveaux très proches de leur plus bas historique. Même les *spreads* de crédit offerts sur les banques italiennes ont progressivement convergé vers ceux offerts sur les autres banques avec une notation équivalente.

L'abondance de liquidité injectée par la BCE et sa présence à l'achat sur le marché primaire ont créé structurellement une raréfaction de l'offre de titres monétaires. *A contrario*, la demande a augmenté significativement depuis mi-2020, sous l'effet notamment des reports ou annulations des paiements de dividendes, de l'incertitude persistante et de la croissance des encours des fonds monétaires. Les fonds monétaires EUR ont collecté 136,7 Md€ en 2020, dont 72,1 Md€ en fonds court terme, et 64,6 Md€ en fonds standard.

Immobilier

Répartition par type

RÉPARTITION DES ACTIFS IMMOBILIERS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR TYPE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées et OPCI dédiés	4,1%	97 054	67,9%
SCI, SCPI	0,6%	14 959	10,5%
OPCI	0,5%	11 220	7,8%
Foncières cotées SIIC	0,3%	7 024	4,9%
Fonds français non cotés	0,3%	7 748	5,4%
Fonds étrangers non cotés	0,1%	3 104	2,2%
Autres	0,1%	1 923	1,3%
TOTAL	6,0%	143 031	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

Quelle que soit la famille institutionnelle et la taille de portefeuille, les actifs immobiliers sont très majoritairement détenus en direct ou sous forme de véhicules dédiés.

OPCI et fonds étrangers non cotés sont privilégiés par les investisseurs ayant moins de 2 Md€ d'encours, et dont, par construction, la part d'immobilier est inférieure à 200 millions. Investir via des fonds ouverts leur permet de diversifier plus aisément leurs actifs immobiliers, de déléguer la gestion à des équipes structurées pour suivre les biens, d'être aux côtés d'autres institutionnels, et de sélectionner plus facilement le segment où ils souhaitent se positionner : bureaux, mais aussi logements, commerces, logistiques. Les investissements peuvent également porter sur une région précise, ou être thématiques : santé, étudiants, senior,...

Les fonds français non cotés ne sont plus automatiquement privilégiés par les institutionnels. De plus en plus d'investissements se font au travers de véhicules de droit européen, qui tendent à devenir le standard.

L'Hexagone occupe pourtant le deuxième rang du marché des fonds d'investissement immobilier non cotés sur le Vieux continent, selon une étude publiée par le cabinet EY en novembre 2020. Avec un encours (provisions mathématiques) de 180 milliards d'euros en 2018, les fonds immobiliers non cotés tricolores se placent juste derrière leurs homologues allemands et leurs 189,8 milliards d'euros d'encours, toujours en 2018. Les autres concurrents européens se situent loin derrière ces deux

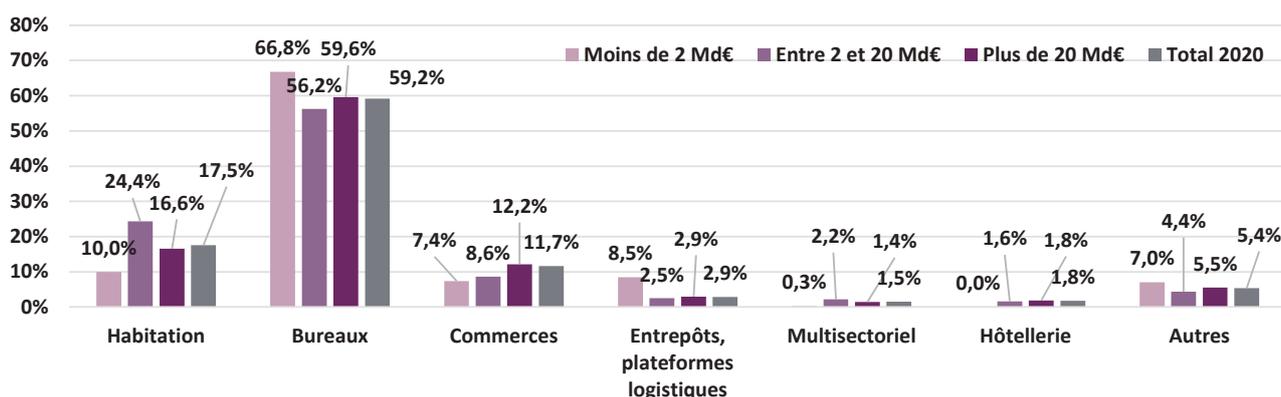
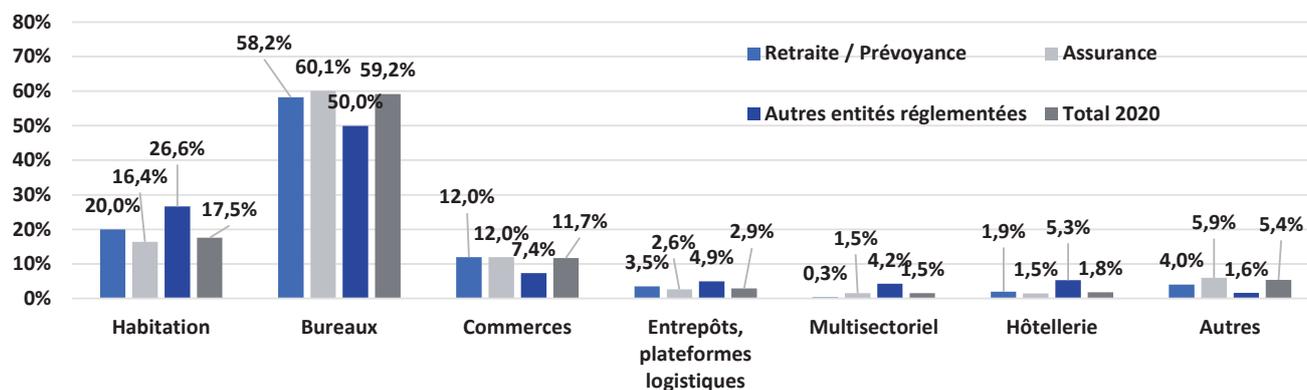
locomotives. Les Pays-Bas, qui occupent la troisième place du classement, affichent 113 milliards d'euros d'encours. Classés quatrième et cinquième, les encours du Luxembourg et de l'Italie s'élèvent ainsi à respectivement 72 milliards et 46 milliards d'euros. Au total, le marché européen des fonds immobiliers non cotés « pesait » 715,4 milliards d'euros en 2018.

Très étonnement compte tenu du poids économique du Royaume-Uni en Europe et du dynamisme de l'immobilier à Londres, le marché britannique arrive seulement à la cinquième place avec « à peine » 28,8 milliards d'euros d'encours. Ce résultat surprenant s'explique par le fait que les fonds immobiliers sont davantage cotés outre-Manche qu'en France ou en Allemagne.

Investie via des fonds, ou en direct, la classe d'actifs « Immobilier » s'inscrit dans le temps long. Si les portefeuilles ont été en quelque sorte gelés en 2020, les processus de gestion du parc ont évolué en 2020.

Les détenteurs d'immeubles ont eu durant l'année 2020 une gestion pro-active vis-à-vis des locataires, afin de sécuriser les cash-flows. Beaucoup d'institutionnels précisent avoir développé une cartographie précise des potentiels risques associés aux différents locataires, en fonction de leur nature et de leur secteur d'activité. Le renforcement de la gestion des risques perdurera au-delà de l'année de crise Covid-19.

Répartition par segment

**RÉPARTITION DES ACTIFS IMMOBILIERS DANS LES PORTEFEUILLES PAR SEGMENT
 SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)**


C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR SEGMENT

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Habitation	1,1%	25 099	17,5%
Bureaux	3,6%	84 628	59,2%
Commerces	0,7%	16 670	11,7%
Entrepôts, plateformes logistiques	0,2%	4 158	2,9%
Multisectoriel	0,1%	2 188	1,5%
Hôtellerie	0,1%	2 575	1,8%
Autres	0,3%	7 714	5,4%
TOTAL	6,0%	143 031	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

La répartition par segment évolue peu par rapport aux années précédentes, les bureaux concentrant toujours plus de la moitié des actifs immobiliers et cette part a même encore augmenté de manière non négligeable en 2020, passant de 54,4% à 59,2%.

Néanmoins, le poids de l'immobilier de logement est en hausse de près de 2% pour les assureurs et les groupes de retraites et de prévoyance. Il est stable pour les autres entités réglementées, qui sont déjà près de 10 points au-dessus de la moyenne des institutionnels français (26,6% contre 17,5%).

La part de l'immobilier d'hôtellerie, qui était déjà relativement faible, a encore diminué en 2020, le secteur ayant bien évidemment été plus fortement touché par la crise sanitaire. Elle est passée de 3,2% en 2019 à 1,8%.

Globalement, les allocations de portefeuilles immobiliers ont peu bougé en 2020. Pourtant, c'est sans doute la classe d'actifs qui sera la plus structurellement affectée par la crise Covid-19, dans la mesure où cette dernière a modifié durablement nos modes de vie, notre manière de travailler et nos envies de consommer. Quelques tendances fortes se dessinent.

Concernant l'immobilier de bureaux, la crise sanitaire Covid-19 n'a bien entendu pas tué l'immobilier tertiaire. Si les mesures de confinement et l'injonction du gouvernement à limiter les trajets professionnels pour réduire l'épidémie du nouveau coronavirus a clairement développé l'usage du télétravail, les bureaux gardent leur utilité. Et les salariés ont vite aspiré à revenir sur leur lieu de travail qui est aussi un lieu de déploiement de la vie sociale. Mais le distanciel s'est ancré dans les pratiques professionnelles : les entreprises locataires sont désormais sensibles à l'installation de salles de réunion équipées en audio et vidéo, de systèmes de traitement de l'air dans les bureaux et à la mise à disposition pour leurs employés de garages à vélos. Si beaucoup estiment que la généralisation du télétravail va réduire le nombre de postes « fixes », ils n'envisagent pas pour autant d'abaisser – du moins à court terme – le nombre de mètres carrés, afin de respecter les règles de distanciation sociale.

Sur le segment des commerces, les fractures et la polarisation déjà observées depuis 2008 ont été accentuées par la crise Covid 19, et les périodes de confinement

plus ou moins strict. La rationalisation des magasins ou franchises, engagée par les enseignes et portée par la digitalisation, s'est amorcée parallèlement à l'ajustement structurel de la consommation, fonction du niveau de revenus des ménages.

L'omnicanal et la proximité restent des leviers clefs pour accroître la demande, mais la classification durant les confinements de certains commerces en « non-essentiels » laissera des traces. À l'inverse, la logistique du dernier kilomètre associé au e-commerce a bénéficié pleinement du confinement, et continuera à se développer dans les années qui viennent, d'autant plus qu'elle correspond à une réflexion durable sur les circuits courts.

Les commerçants absorberont différemment les phases de pertes d'activité de 2020, suivant leur spécialité, leur implantation et leur taille... et les portefeuilles d'investissement s'arbitreront. Certains actifs de commerce seront néanmoins synonymes d'opportunité et de repositionnement, avec une utilisation accrue de « logistique light », née des contraintes de 2020, une hybridation de nouveaux usages ou d'usages conjugués.

L'accroissement des disparités de revenus par territoire explique également la baisse des valeurs vénales des commerces de zones à plus grande sinistralité. Pourtant, les annonces de création de multiples foncières locales pourraient être catalyseur des changements de l'immobilier de commerce et de logistique, au bénéfice d'une stratégie cohérente de revitalisation de centres-villes, en particulier dans les cités de taille moyenne.

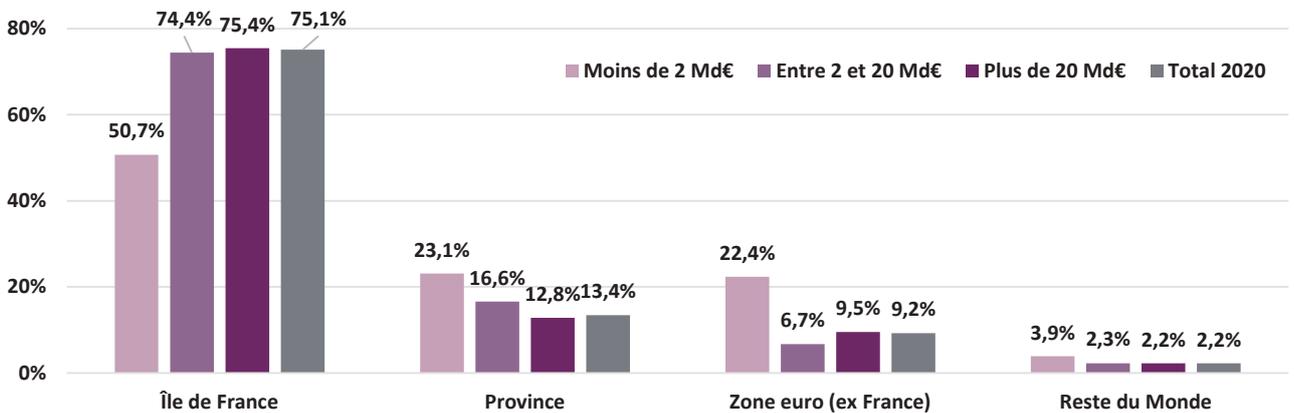
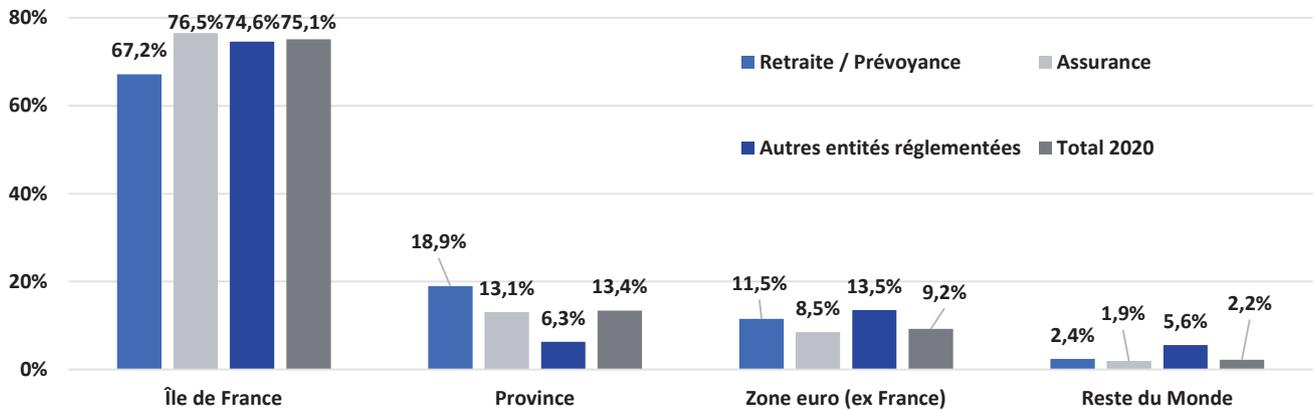
Les secteurs immobiliers les plus résilients sont ceux liés aux variables démographiques, plus directement le résidentiel privé locatif et le secteur de la santé. À court terme, ils sont décorrélés de l'amplitude de la reprise, n'ont pas de caractère cyclique, et sont revenus en 2020 au premier plan des préoccupations des citoyens (et donc des élus). À moyen et long terme, immobilier résidentiel et immobilier de santé sont portés par des tendances structurelles de fond, et rejoignent les réflexions globales des investisseurs institutionnels en matière de développement durable. Si les investisseurs sont depuis longtemps sensibles à la qualité environnementale et aux gains d'énergie des bâtiments, 2020 a réveillé questions et besoins sur le S sociétal de l'ESG. Le S sur l'immobilier se raccorde directement aux problématiques de croissance inclusive, formulées sur cer-

tains ODD – Objectifs de Développement Durable - des Nations unies, tels que [3] Bonne santé et bien-être, [10] Inégalités réduites, [11] Villes et communautés durables.

Évolutions sociétales post-Covid 19 et enjeux ESG se déclineront différemment selon les sous-jacents immobiliers et selon les engagements stratégiques prioritaires de chaque investisseur institutionnel.

Répartition par zone géographique

RÉPARTITION DES ACTIFS IMMOBILIERS DANS LES PORTEFEUILLES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



C Source : Enquête Af2i 2021

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Île de France	4,5%	107 392	75,1%
Province	0,8%	19 198	13,4%
Zone euro (ex France)	0,6%	13 226	9,2%
Reste du Monde	0,1%	3 215	2,2%
TOTAL	6,0%	143 031	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

Les investissements restent très concentrés, sur l'Île-de-France... encore faudrait-il sans doute dire Paris et première couronne. C'est encore plus marqué que l'année passée, 75,1% de leurs investissements immobiliers étant concentrés sur l'Île de France en 2020, contre 72% en 2019.

On note également une montée des investissements en Province en 2020. Leur part dans le total des investissements est en effet passée de 11,8% à 13,4%.

Les investissements hors de France représentent moins de 10% du total, et sont majoritairement positionnés sur de l'immobilier de bureau, dans des villes clairement identifiées : Barcelone, Madrid, Milan, Munich, Berlin, Amsterdam,...

Pourtant, la chute de l'immobilier d'entreprise francilien a été impressionnante en 2020 : elle aurait pu être bien pire, le 4^e trimestre ayant en quelque sorte sauvé l'année.

Sur l'ensemble de la région Île-de-France, les nouvelles locations de bureaux ont représenté 1,3 million de mètres carrés en 2020. Un volume 45% inférieur à celui de 2019. Il faut remonter à 1993 pour trouver un résultat plus faible, avec 1,1 million de mètres carrés de bureaux commercialisés à cette époque.

Alors que la demande de location de bureaux franciliens a tourné autour de seulement 200 000 à 250 000 mètres carrés de mai à octobre 2020, elle a atteint 408 700 mètres carrés au 4^e trimestre 2020. Si ce redressement perdurait en 2021, il pourrait progresser très lentement compte-tenu de la poursuite de la pandémie. Cushman

& Wakefield anticipe une demande placée en Île-de-France de 1,7 million de mètres carrés pour 2021.

Cette amélioration des trois derniers mois de 2020 a également été perceptible dans la zone Paris QCA (Quartier central des affaires). Dans ce « triangle d'or », qui comprend le 8^e arrondissement et une partie des 1^{er}, 2^e, 9^e, 16^e et 17^e arrondissements de la capitale, plus de 73 000 mètres carrés de bureaux ont été loués au 4^e trimestre, contre 30 600 mètres carrés au 2^e trimestre et 33 600 mètres carrés au 3^e trimestre. Le taux de vacance locative est demeuré bas l'an dernier, à 3,4%. Mieux : le montant des loyers des biens « prime » (de grande qualité) a progressé de 3%, pour atteindre 900 euros du mètre carré par an.

Plus étonnant, le volume de bureaux loués a bondi de 32% en 2020 à La Défense, à 196 000 mètres carrés. Il s'agit de la plus importante hausse de demande placée dans le célèbre quartier d'affaires depuis 2016 ! En réalité, cette augmentation est en trompe-l'œil, les nouveaux locaux de Total représentant les deux-tiers du volume loué l'an dernier. Si le loyer « prime » s'est maintenu, en moyenne à 540 euros du mètre carré par an en 2020, les experts anticipent une baisse en 2021. Malgré de faibles volumes, les loyers des bureaux de la petite couronne sont également restés stables en 2020 et devraient, eux, le demeurer en 2021 avec une moyenne de 360 euros du mètre carré par an. Ceux de la deuxième couronne devraient limiter la casse, à 235 euros du mètre carré par an.

En matière d'immobilier de logement, en 2020, la province a tiré le marché, hausse des prix à la clé. Dans les projets d'investissements à but locatif, Paris perdrait presque sa place de favorite. Plusieurs institutionnels

disent s'intéresser aux grandes métropoles, Lyon, Marseille et Nantes en tête, mais également à des villes de taille moyenne, Rennes, Troyes, Tours ou Brest étant fréquemment citées. On retrouve un fort regain d'intérêt pour l'ensemble des villes « à une heure de Paris » :

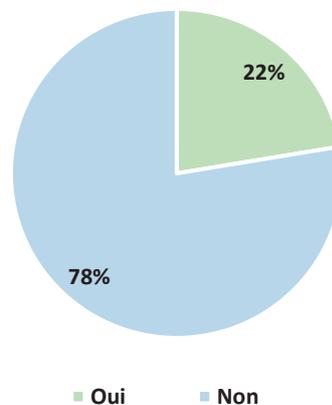
Rouen, Orléans, Lille, mais aussi Chartres, Vendôme. La crise Covid-19 a révélé la volonté de nombre de citoyens, en particulier en région parisienne, de vivre différemment : ce phénomène perdurera-t-il quand le virus aura disparu ?

Immobilier : endettement et produits structurés

En 2020, comme en 2019, 78 % des répondants ont déclaré ne pas être favorables à introduire une part d'endettement dans leur immobilier. Pour mémoire, quand elle est mise en œuvre, celle-ci est souvent limitée au nécessaire levier de financement dans les OPCV... que beaucoup veulent voir plafonné à 40 %.

Il s'agit d'une augmentation non négligeable par rapport aux années précédentes. En effet, en 2018, la part des investisseurs faisant appel au crédit était à peu près équivalente à celle qui ne finance ses actifs immobiliers qu'avec des fonds propres sans faire appel à un endettement, ou probablement par réinvestissement de cessions.

ÊTES-VOUS FAVORABLE À INTRODUIRE UNE PART D'ENDETTEMENT DANS VOTRE POCHE IMMOBILIER ?



M Source : Enquête Af2i 2021

Gestions alternatives

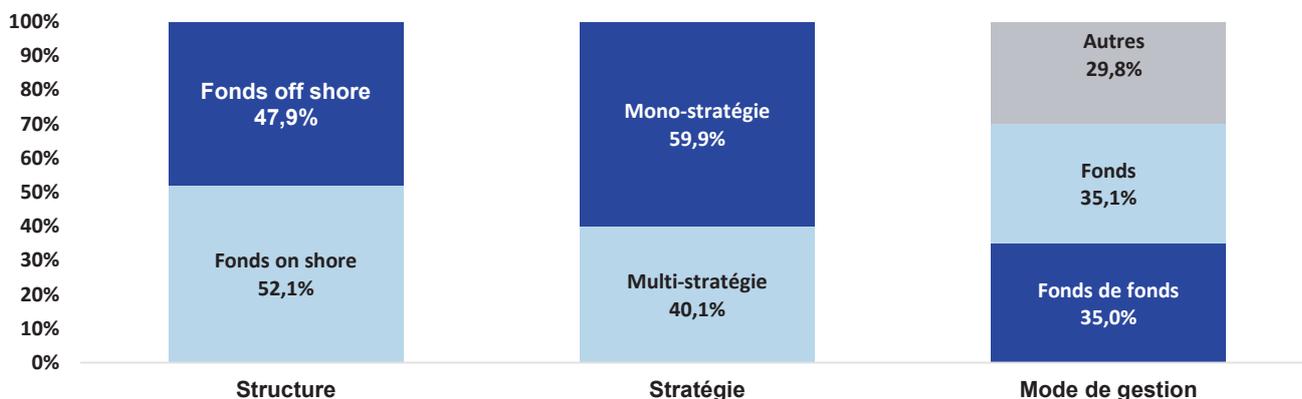
VALEUR DU PORTFEUILLE DE PRODUITS DE GESTION ALTERNATIVE (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels	Retraite prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2020
Montant en M€	897	5 049	484	6 430

Selon la taille des portefeuilles	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2020
Montant en M€	451	1 323	4 656	6 430

Source : Enquête Af2i 2021

GESTION ALTERNATIVE PAR SUPPORT DE GESTION



M Source : Enquête Af2i 2021

La part des gestions alternatives reste marginale dans les portefeuilles, et est en baisse constante depuis dix ans.

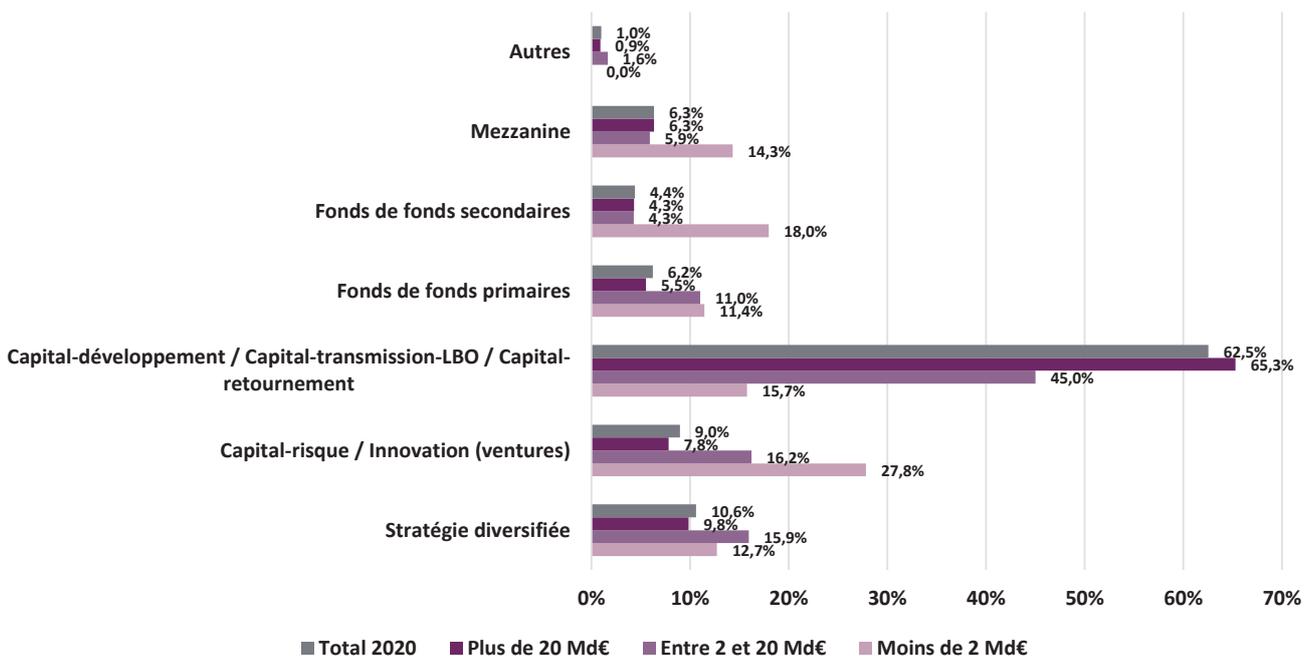
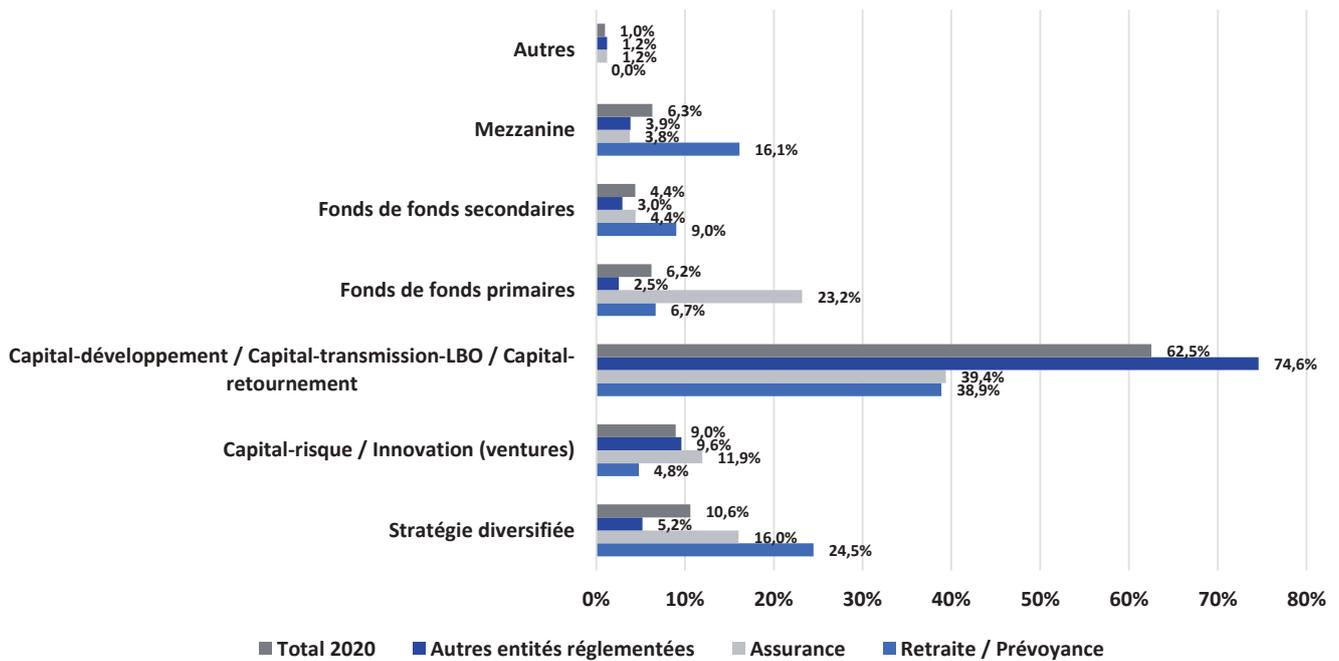
Pour la première année, les fonds off-shore représentent moins de 50% des actifs. Les institutionnels privilégient désormais les fonds on-shore, qui sont pour l'essentiel des structures FIA — fonds d'investissements alternatifs.

Les fonds multi-stratégies se maintiennent à un niveau de 40% des encours. Les institutionnels privilégient ceux qui ont défini un niveau maximum de draw-down.

Le poids des fonds de fonds reste à 35%, au même niveau que 2019. Les institutionnels les utilisent principalement pour conserver une poche de gestion alternative, avec un niveau de volatilité constant.

Capital-investissement

RÉPARTITION DES ACTIFS DE CAPITAL INVESTISSEMENT DANS LES PORTEFEUILLES PAR STRATÉGIE SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



C Source : Enquête Af2i 2021

CAPITAL-INVESTISSEMENT PAR STRATÉGIE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Stratégie diversifiée	0,1 %	2 945	10,6 %
Capital-risque / Innovation (ventures)	0,1 %	2 488	9,0 %
Capital-développement / Capital-transmission-LBO / Capital-retournement	0,7 %	17 363	62,5 %
Fonds de fonds primaires	0,1 %	1 726	6,2 %
Fonds de fonds secondaires	0,1 %	1 220	4,4 %
Mezzanine	0,1 %	1 759	6,3 %
Autres	0,0 %	271	1,0 %
TOTAL	1,2 %	27 771	100,0 %

Source : Enquête Af2i 2021

En 2020, les **fonds de capital-investissement et d'infrastructure** ont joué à plein leur rôle de soutien à l'économie française, qui traverse l'une des plus profondes crises de ces dernières décennies. Les investisseurs institutionnels ont joué pleinement leur rôle d'investisseurs de long terme, et ont répondu présents sur l'investissement en capitaux propres pour accompagner et refinancer leurs participations et pour permettre à des entreprises familiales et à des start-up de financer leurs projets.

Avec 18,5 Md€ levés, le capital-investissement témoigne encore de sa capacité à mobiliser l'épargne au regard du contexte difficile (-12 % vs. 2019). La part des fonds entre 100 M€ et 1 Md€, qui financent des PME et ETI, atteint un niveau historique et représente 60% de la collecte (vs. 38% en 2019). Les levées sont en forte progression auprès des compagnies d'assurance et mutuelles (+63 % vs. 2019), du secteur public (+70%) et des banques (+ 70%). En 2020, les montants investis se maintiennent à un niveau très élevé par rapport aux chiffres historique, avec une baisse de seulement 8% par rapport à 2019. Dans un contexte inédit, le nombre d'entreprises

accompagnées en 2020 reste au-dessus de la moyenne de long terme : 2 027 entreprises contre une moyenne de 1 739 entre 2006 et 2019. Les investissements en capital-innovation se maintiennent à un haut niveau en 2020 : 2,2 Md€ investis dans 926 entreprises, et on voit, même si le phénomène est encore marginal, un intérêt nouveau des investisseurs institutionnels pour le venture-capital.

Comme pour les fonds de dette privée, on constate un regain d'intérêt pour le secteur médical et les biotechnologies en 2020, dû à l'attractivité de ce secteur dans le cadre de la crise sanitaire : il concentre 24,1 % des montants investis en 2020 (contre seulement 15% en 2019). Suivent les biens et services de consommation (21,9%), les biens et services industriels (20,5%), et le secteur du numérique et de l'informatique (19,8%). Les Fintech ne représentent que 6,3% des investissements. Les thématiques liées à l'environnement et au réchauffement climatique restent marginales en capital-investissement : elles sont d'abord adressées par les fonds d'infrastructures.



Témoignage

FRR

Les investissements en actifs non cotés du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR)

Alors même que son horizon d'investissement n'a jamais dépassé 14 ans depuis 2011, le FRR a toujours accordé une place significative aux actifs non cotés et l'a même renforcée significativement ces dernières années. Avec un passif dont l'échéance est désormais anticipée pour 2033, le FRR est ainsi engagé dans un ambitieux programme pluriannuel d'investissement en actifs non cotés dont les appels de fonds sont aujourd'hui très avancés :

- 1,1 Md€ d'engagements en dette privée (65 % en France) avec une montée en charge progressive depuis 2013 ;
- 2,2 Md€ à partir de 2015 pour l'essentiel entièrement investis dans des entreprises françaises (900 M€ en capital investissement, 600 M€ en dette privée, 250 M€ en immobilier). Seuls les 450 M€ investis en infrastructures ne le sont qu'à hauteur de 50% en France, la plupart de ces fonds étant diversifiés géographiquement ;
- 750 M€ supplémentaires ont été décidés en 2020 et répartis sur plusieurs types d'actifs non cotés centrés sur la France ;
- 250 M€ (capital investissement) sont orientés vers le secteur technologique.

Tous ces actifs, très largement concentrés sur des entreprises françaises, contribuent directement au financement de l'économie et des retraites à travers une stimulation de la croissance économique par l'investissement.

Sur un plan financier, les actifs non cotés présentent plusieurs avantages par rapport à des actifs cotés de même type de risque :

- un surcroît de performance espérée, grâce à leur prime d'illiquidité ;
- une volatilité de court terme des performances communiquées plus faible ;

- des flux de trésorerie stables (hormis le capital investissement) ;
- une diversification sectorielle ;
- un financement efficace du tissu économique.

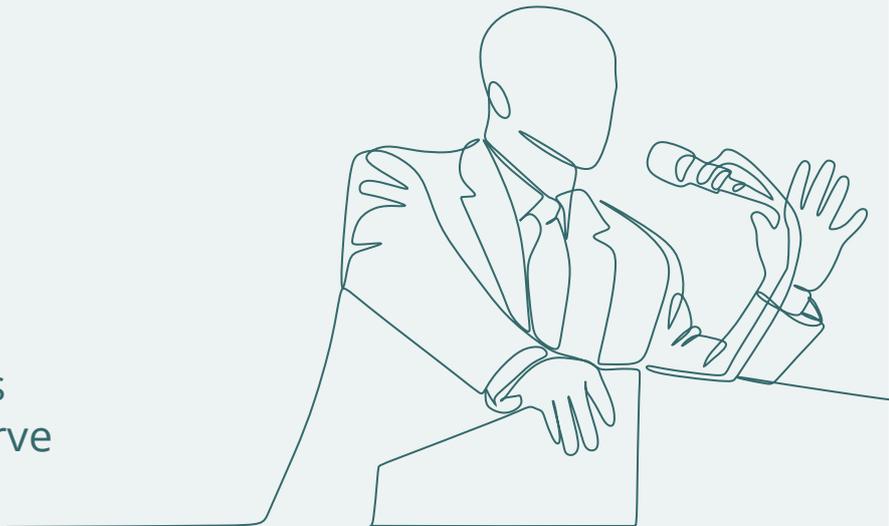
Investir en actifs non cotés est enfin un excellent moyen de contribuer activement au financement de la transition énergétique en ciblant des fonds de financement d'infrastructures. Les engagements du FRR sur cette classe d'actifs ont augmenté de près de 30% en 2020, ce qui porte ses engagements totaux à 450M€ déployés sur 8 fonds.

La majorité des investissements portent sur des projets liés à la Transition Écologique et Énergétique parmi lesquels les secteurs les plus représentés sont les énergies renouvelables, la méthanisation, l'hydroélectricité, la biomasse et le biogaz.

Une diversification dans la fibre optique, la mobilité et les villes intelligentes et durable et quelques infrastructures sociales complètent ces financements.

Dans le contexte actuel, l'intérêt des investisseurs institutionnels est de maximiser le montant des investissements en actifs non cotés, tant pour des raisons financières que dans le cadre de politiques ESG ambitieuses et efficaces, mais en respectant deux contraintes :

- la capacité opérationnelle de chacun à sélectionner des supports adaptés aux marchés ciblés ;
- les exigences de liquidité du portefeuille, ces actifs ne pouvant être vendus rapidement dans de bonnes conditions.



04. Perspectives 2021

Allocation stratégique globale

Cette première question a été renseignée avec un taux de réponse de 85% (en nombre de répondants). En revanche, pour les questions suivantes, entre 28% et 54% des répondants n'ont pas détaillé leurs perspectives d'évolutions par classe d'actifs. Les comparaisons entre cette question générale et les questions plus précises portant sur une catégorie d'actifs doivent donc être menées avec précaution. Veuillez également vous reporter au préambule méthodologique.

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice	Totaux actifs en M€
Actions	12%	38%	50%	Hausse	256 556
Participations	6%	69%	25%	Stable	45 647
Obligations	31%	54%	15%	Stable	1 615 986
Convertibles	9%	68%	23%	Stable	27 188
Prêts	1%	48%	51%	Hausse	78 160
Liquidités	73%	23%	4%	Baisse	96 730
Immobilier	14%	63%	23%	Stable	143 031
Infrastructures	0%	39%	61%	Hausse	42 882
Gestions alternatives	50%	43%	7%	Baisse	6 430
Capital-Investissement	0%	53%	47%	Stable	27 771

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice	Totaux actifs en M€
Actions	4%	40%	55%	Hausse	256 556
Participations	2%	93%	5%	Stable	45 647
Obligations	27%	55%	19%	Stable	1 615 986
Convertibles	11%	53%	36%	Stable	27 188
Prêts	0%	25%	75%	Hausse	78 160
Liquidités	56%	32%	12%	Baisse	96 730
Immobilier	4%	61%	36%	Stable	143 031
Infrastructures	0%	12%	88%	Hausse	42 882
Gestions alternatives	26%	70%	4%	Stable	6 430
Capital-Investissement	0%	34%	66%	Hausse	27 771

Source : Enquête Af2i 2021

Les années se suivent et se ressemblent... ou presque. Infrastructures et prêts sont deux classes d'actifs sur lesquelles les institutionnels disent vouloir se renforcer depuis l'Enquête 2018. Ceci s'est en partie concrétisé sur l'année 2020, et les envies de poursuivre les programmes d'investissement sont là.

Dans les Enquêtes 2018 à 2020, la troisième classe d'actifs avec une majorité de répondants positionnés sur une augmentation pour l'année à venir était le capital-investissement. C'est toujours le cas en 2021.

En 2021, la stabilité prédomine sur la classe d'actifs. Mais dans les velléités d'investissement pour 2021,

apparaissent les actions cotées pour 50% des répondants... et ce sont les entités réglementées qui infléchissent cette tendance haussière. Le PIB de la zone euro s'est contracté de 6,8% en moyenne l'an dernier. Fin 2020, l'acquis de croissance pour 2021 est de 2,1%. La BCE a fixé sa prévision sur l'ensemble de l'année à 3,9%. Les institutionnels entendent profiter du rebond, et être associés à la dynamique de relance, au travers des instruments les plus liquides : les actions cotées ; par ailleurs, certaines entités sont publiques, et donc par fonction, étroitement associées au plan de relance du gouvernement, dans une logique de renforcement des fonds propres des entreprises et de financement à long terme de l'économie.

Allocation stratégique globale par famille d'investisseurs

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - RETRAITE / PRÉVOYANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	17%	45%	38%	Stable
Participations	0%	90%	10%	Stable
Obligations	23%	44%	33%	Stable
Convertibles	3%	86%	11%	Stable
Prêts	0%	65%	35%	Stable
Liquidités	15%	85%	0%	Stable
Immobilier	23%	36%	41%	Hausse
Infrastructures	0%	8%	92%	Hausse
Gestions alternatives	0%	100%	0%	Stable
Capital-Investissement	0%	11%	89%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - RETRAITE / PRÉVOYANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	6%	40%	54%	Hausse
Participations	0%	92%	8%	Stable
Obligations	22%	56%	22%	Stable
Convertibles	5%	87%	7%	Stable
Prêts	0%	80%	20%	Stable
Liquidités	1%	99%	0%	Stable
Immobilier	18%	21%	60%	Hausse
Infrastructures	0%	5%	95%	Hausse
Gestions alternatives	0%	100%	0%	Stable
Capital-Investissement	0%	9%	91%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2021

Comme l'année passée, les institutions de retraite veulent accroître leur exposition aux actifs réels (immobilier et infrastructures) ainsi que leurs placements en capital-investissement, de manière très marquée. Ils

sont plus nombreux que l'an dernier à souhaiter augmenter le montant de leurs investissements en actions.

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - ASSURANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	9%	59%	32%	Stable
Participations	9%	82%	9%	Stable
Obligations	12%	47%	41%	Stable
Convertibles	4%	71%	24%	Stable
Prêts	0%	78%	22%	Stable
Liquidités	0%	100%	0%	Stable
Immobilier	13%	51%	36%	Stable
Infrastructures	0%	30%	70%	Hausse
Gestions alternatives	4%	91%	4%	Stable
Capital-Investissement	18%	13%	69%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - ASSURANCE - CLASSES D'ACTIFS (en proportion des actifs)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	4%	69%	27%	Stable
Participations	21%	72%	7%	Stable
Obligations	10%	57%	33%	Stable
Convertibles	3%	68%	29%	Stable
Prêts	0%	89%	11%	Stable
Liquidités	0%	100%	0%	Stable
Immobilier	4%	73%	24%	Stable
Infrastructures	0%	13%	87%	Hausse
Gestions alternatives	11%	87%	2%	Stable
Capital-Investissement	3%	5%	92%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2021

Notamment en partie à cause des contraintes réglementaires, on observe une forte stabilité des intentions de placements des assureurs. On note toutefois, comme

l'année dernière, une volonté prononcée d'accroître les placements en produits de capital investissement.

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	0%	20%	80%	Hausse
Participations	0%	91%	9%	Stable
Obligations	7%	42%	50%	Hausse
Convertibles	5%	73%	22%	Stable
Prêts	0%	68%	32%	Stable
Liquidités	31%	69%	0%	Stable
Immobilier	7%	68%	25%	Stable
Infrastructures	0%	82%	18%	Stable
Gestions alternatives	71%	27%	2%	Baisse
Capital-Investissement	5%	83%	12%	Stable

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	0%	10%	90%	Hausse
Participations	0%	93%	7%	Stable
Obligations	11%	30%	60%	Hausse
Convertibles	5%	68%	26%	Stable
Prêts	0%	96%	4%	Stable
Liquidités	14%	86%	0%	Stable
Immobilier	6%	45%	48%	Hausse
Infrastructures	0%	37%	63%	Hausse
Gestions alternatives	4%	94%	2%	Stable
Capital-Investissement	6%	18%	77%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2021

L'échantillon des « Autres entités réglementées » est assez hétérogène. Il est toutefois intéressant de noter la forte proportion de répondants dans cette catégorie qui ont déclaré vouloir augmenter leur exposition au marché des actions en 2021.

Les intentions de renforcer le capital investissement concernent pratiquement tous les répondants.

La situation est plus nuancée sur les dettes privées et le segment des obligations corporate. Pour certains, c'est une volonté claire d'investissement. Pour d'autres, c'est un arbitrage de liquidités vers des obligations courtes (moins de 2 ans).

Un des répondants souhaite se positionner plus fortement sur les obligations indexées sur l'inflation.

► Prise en compte de l'inflation

PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION DANS LES ALLOCATIONS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR (EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)

	Oui, dans l'allocation stratégique	Oui, dans l'allocation tactique	Non, mais le sujet est à l'étude pour 2021	Non
Ensemble des répondants	37,5%	19,6%	14,3%	28,6%
Moins de 2 Md€	1,8%	7,1%	5,4%	5,4%
Entre 2 et 20 Md€	14,3%	5,4%	7,1%	12,5%
Plus de 20 Md€	21,4%	7,1%	1,8%	10,7%

Source : Enquête Af2i 2021

NB : L'inflation est comprise comme une situation où les prix sont durablement au-delà de 5%.

Les pays de l'OCDE vivent depuis quelques années dans un monde de taux bas, voire négatifs, et sans inflation. Pourtant, la question n'a pas été occultée par les investisseurs institutionnels : 37,5% des répondants l'intègrent dans leur allocation stratégique, et 19,6% dans l'allocation tactique.

Politiques monétaires ultra accommodantes et rachats massifs d'actifs par les banques centrales n'ont pas généré d'inflation, globalement depuis 2008. En sortie de crise Covid 19, les anticipations de croissance économique, alimentées par les plans de relance des gouvernements du monde entier devraient faire monter la partie longue de la courbe. Les investisseurs envisagent le retour d'une séquence inflationniste pour 2021 ou 2022, selon les modalités de sortie de la crise sanitaire.

Au-delà des 57,1% d'institutionnels qui intègrent déjà la question de l'inflation, 14,3% l'ont mis à l'étude pour 2021.

CONSIDÉREZ-VOUS QUE VOTRE PORTEFEUILLE EST SUFFISAMMENT PROTÉGÉ CONTRE UNE REPRISE ÉVENTUELLE D'INFLATION ?



M Source : Enquête Af2i 2021

Quelles que soient les tailles d'actifs gérés, environ 80% des répondants estiment leur portefeuille correctement protégé contre l'inflation, ce qui signifie que même chez les investisseurs qui n'intègrent pas la question dans leur allocation stratégique ou tactique, le point a été regardé dans la politique d'investissement

ANTICIPATIONS D'INFLATION À TROIS ANS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR (EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)

	Stable, i.e. inférieure à 1%	En baisse, i.e. négative	En hausse, i.e. proche de la cible de la BCE (2%)	En forte hausse, i.e. supérieure à la cible de la BCE
Ensemble des répondants	41,5%	0,0%	58,5%	0,0%
Moins de 2 Md€	5,7%	0,0%	15,1%	0,0%
Entre 2 et 20 Md€	20,8%	0,0%	17,0%	0,0%
Plus de 20 Md€	15,1%	0,0%	26,4%	0,0%

Source : Enquête Af2i 2021

NB : L'inflation est comprise comme une situation où les prix sont durablement au-delà de 5%.

Les anticipations d'inflation à trois ans se partagent en deux blocs :

- 58,5% des répondants pensent que l'inflation sera en hausse et va s'approcher en Europe des 2%, niveau cible de la Banque centrale européenne.
- 41,5% pensent qu'elle restera stable à 3 ans, soit inférieure à 1% au sein de l'Union européenne.

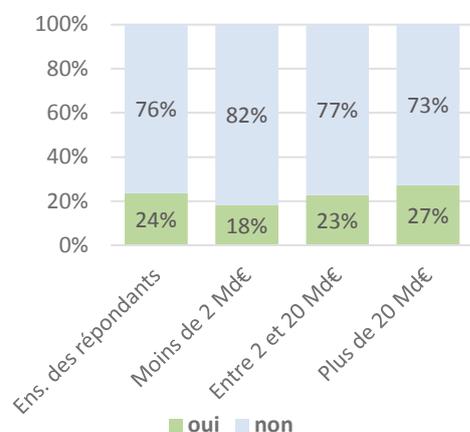
Les deux scénarios les plus extrêmes ne sont envisagés par aucun investisseur : ni un scénario de déflation, avec un niveau négatif d'inflation, ni une croissance tellement forte et rapide qu'elle provoquerait une poussée inflationniste au-delà de 2%.

Dans la mesure où 80% des répondants s'estiment correctement protégés contre l'inflation, il est logique qu'un taux équivalent ou presque n'aient pas renforcé en 2020 la protection de leur portefeuille contre l'inflation.

Pour ceux qui l'ont fait, l'instrument plébiscité à 62% est celui de l'obligation indexée sur l'inflation : simple, liquide, sur des noms d'État – France, Allemagne, et Italie principalement ; les investisseurs bénéficient en outre d'une option d'indexation presque gratuite, dans la mesure où le niveau de taux sur 2020 est resté très bas.

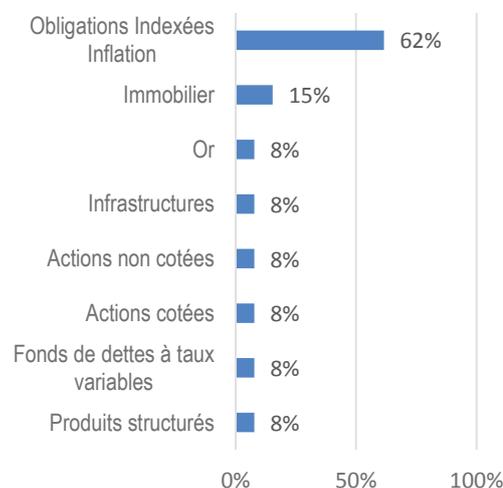
Seconde classe d'actifs historiquement prisée en protection contre l'inflation : l'immobilier.

AVEZ-VOUS RENFORCÉ SUR L'ANNÉE 2020 LA PROTECTION DE VOTRE PORTEFEUILLE CONTRE L'INFLATION ? (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

SI OUI, AU TRAVERS DE QUELLES CLASSES D'ACTIFS PRINCIPALEMENT (EN % DU NOMBRE D'INVESTISSEURS AYANT RÉPONDU « OUI » À LA QUESTION PRÉCÉDENTE)



M Source : Enquête Af2i 2021

NB : Les répondants pouvaient donner deux réponses maximum

► Actions (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - ACTIONS - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Zone euro	33%	27%	40%	Hausse
Europe occidentale hors zone euro	28%	16%	56%	Hausse
Amérique du Nord	33%	33%	34%	Hausse
Japon	36%	15%	49%	Hausse
Asie-Pacifique hors Japon	38%	9%	53%	Hausse
Marchés émergents	49%	19%	32%	Baisse

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - ACTIONS - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Zone euro	72%	11%	17%	Baisse
Europe occidentale hors zone euro	65%	13%	22%	Baisse
Amérique du Nord	72%	17%	11%	Baisse
Japon	72%	9%	19%	Baisse
Asie-Pacifique hors Japon	76%	12%	12%	Baisse
Marchés émergents	81%	11%	8%	Baisse

Source : Enquête Af2i 2021

Résultats très surprenants sur les perspectives en actions cotées.

En nombre de répondants, la majeure partie pensent augmenter la part d'actions dans leur allocation d'actifs, sur toutes les zones géographiques, hormis les marchés émergents. Il s'agit néanmoins d'une majorité relative : on constate de faibles écarts avec les anticipations de baisse ou de stabilité. Sur l'Amérique du Nord par exemple, c'est vraiment trois tiers. Les 40% qui prévoient un accroissement sur les actions zone euro, sont à regarder par rapport aux 33% qui prévoient des cessions, et aux 27% qui pensent rester stables.

Mais en taille d'encours gérés, on est entre 65% (sur l'Europe hors zone euro) et 81% (sur les marchés émergents) d'anticipation de réduction de la part actions dans les portefeuilles. Ceci tend à dire que ce sont les investisseurs gérant des actifs importants qui envisagent de réduire la part Actions des portefeuilles, et en particulier assureurs-vie et bancassureurs.

► Obligations (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - OBLIGATIONS - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Investment Grade	29%	53%	18%	Stable
Non Investment Grade / High Yield	27%	58%	15%	Stable
Non noté	8%	60%	32%	Stable
Taux fixes	38%	32%	31%	Baisse
Taux variables	29%	51%	20%	Stable
Indexées Inflation	34%	23%	42%	Hausse
Produits structurés	0%	50%	50%	Hausse
Souverain et assimilés	31%	35%	34%	Stable
Obligations sécurisées	17%	56%	28%	Stable
Corporate financières	28%	35%	37%	Hausse
Corporate non financières	38%	34%	28%	Baisse
Emergents	0%	66%	34%	Stable
Produits structurés	8%	65%	27%	Stable
Moins d'un an	15%	46%	39%	Stable
1-3 ans	28%	27%	45%	Hausse
3-5 ans	22%	42%	36%	Stable
5-7 ans	30%	40%	30%	Stable
7-10 ans	41%	29%	30%	Baisse
10-15 ans	21%	39%	39%	Stable
+15 ans	40%	37%	24%	Baisse

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - OBLIGATIONS - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Investment Grade	30%	51%	20%	Stable
Non Investment Grade / High Yield	20%	69%	11%	Stable
Non noté	19%	70%	11%	Stable
Taux fixes	14%	55%	31%	Stable
Taux variables	54%	44%	2%	Baisse
Indexées Inflation	12%	9%	80%	Hausse
Produits structurés	0%	48%	52%	Hausse
Souverain et assimilés	6%	56%	37%	Stable
Obligations sécurisées	40%	38%	22%	Baisse
Corporate financières	25%	43%	32%	Stable
Corporate non financières	24%	36%	41%	Hausse
Emergents	0%	52%	48%	Stable
Produits structurés	7%	77%	16%	Stable
Moins d'un an	9%	67%	23%	Stable
1-3 ans	44%	24%	32%	Baisse
3-5 ans	23%	62%	15%	Stable
5-7 ans	24%	34%	41%	Hausse
7-10 ans	7%	44%	49%	Hausse
10-15 ans	6%	26%	68%	Hausse
+15 ans	19%	60%	22%	Stable

Source : Enquête Af2i 2021

Relative stabilité attendue sur les portefeuilles obligataires. Les équilibres actuels seront maintenus entre *Investment Grade*, *High yield* et non noté.

Seule tendance haussière dans les allocations, en lien avec les questions précédentes : la volonté de poursuivre les investissements en titres indexés inflation.

Les volontés d'investir sur des titres de maturités de 5 à 15 ans s'expliquent de deux manières : d'une part, la nécessité de conserver une durée des actifs proche de celle des passifs ; d'autre part, les anticipations de pentification de la courbe, qui permettent d'espérer des taux plus rémunérateurs en 2021 sur la partie longue de la courbe (mais sans aller chercher trop de risque au-delà de 15 ans).

► Liquidités (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - MONÉTAIRE - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
OPC monétaire / court terme	44%	43%	13%	Baisse
OPC Trésorerie longue	83%	17%	0%	Baisse
Obligataire court terme	29%	36%	35%	Stable
Dépôts et comptes à terme	28%	70%	2%	Stable
Comptes sur livret	81%	19%	0%	Baisse
TCN, bons du trésor	70%	5%	25%	Baisse
Dépôts à vue	52%	48%	0%	Baisse
TCN puttables	-	-	-	-

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - MONÉTAIRE - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
OPC monétaire / court terme	14%	68%	18%	Stable
OPC Trésorerie longue	81%	19%	0%	Baisse
Obligataire court terme	29%	14%	57%	Hausse
Dépôts et comptes à terme	17%	81%	2%	Stable
Comptes sur livret	58%	42%	0%	Baisse
TCN, bons du trésor	73%	2%	25%	Baisse
Dépôts à vue	67%	33%	0%	Baisse
TCN puttables	-	-	-	-

Source : Enquête Af2i 2021

La part de monétaire et de produits de court terme a été maintenue à un niveau significatif en 2020, malgré des rendements négatifs, en raison des incertitudes liées à la crise sanitaire, et des impacts tant sur les marchés financiers que sur les passifs.

Les investisseurs anticipent que la sortie de crise attendue en 2021 offrira des opportunités sur d'autres classes d'actifs, et conduira à réduire la part de liquidités dans les allocations.

Immobilier (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - IMMOBILIER - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées	13%	54%	33%	Stable
SCI, SCPI	8%	51%	41%	Stable
OPCI	1%	91%	8%	Stable
Foncières cotées SIIC	9%	91%	0%	Stable
Fonds FR non cotés	0%	73%	27%	Stable
Fonds étrangers non cotés	3%	69%	28%	Stable
Habitations	2%	66%	33%	Stable
Bureaux	12%	62%	26%	Stable
Commerces	2%	70%	28%	Stable
Entrepôts, plateformes logistiques	0%	73%	27%	Stable
Multisectoriel	0%	44%	56%	Hausse
Autres	5%	84%	10%	Stable
Île-de-France	10%	63%	26%	Stable
Province	13%	62%	24%	Stable
Zone euro (ex France)	2%	53%	45%	Stable
Reste du monde	2%	86%	12%	Stable

Source : Enquête Af2i 2021

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - IMMOBILIER - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées	4%	75%	21%	Stable
SCI, SCPI	5%	66%	29%	Stable
OPCI	1%	94%	5%	Stable
Foncières cotées SIIC	4%	96%	0%	Stable
Fonds FR non cotés	0%	84%	16%	Stable
Fonds étrangers non cotés	2%	79%	19%	Stable
Habitations	0%	83%	16%	Stable
Bureaux	5%	75%	20%	Stable
Commerces	0%	84%	16%	Stable
Entrepôts, plateformes logistiques	0%	84%	16%	Stable
Multisectoriel	0%	79%	21%	Stable
Autres	1%	92%	7%	Stable
Île-de-France	3%	81%	16%	Stable
Province	7%	60%	33%	Stable
Zone euro (ex France)	2%	58%	40%	Stable
Reste du monde	3%	87%	11%	Stable

Source : Enquête Af2i 2021

Sur l'immobilier, la stabilité domine, tant dans le choix des véhicules d'investissements que dans la localisation géographique, ou dans le choix des segments de marchés. On perçoit un léger frémissement à vouloir investir en province et en zone euro, même s'il semble que les

actifs en Île-de-France seront conservés.

D'autre part, 56% des répondants, principalement avec des portefeuilles d'actifs inférieurs à 20 milliards d'euros, souhaitent accroître la part de multi-sectoriel, considéré comme naturellement diversifié et donc peu risqué.

05. Organisation et critères de gestion

► Démarche de gestion actif-passif et d'allocation stratégique

Fréquence de révision de l'allocation stratégique

🔗 À quelle fréquence révisiez-vous vos allocations stratégiques ?

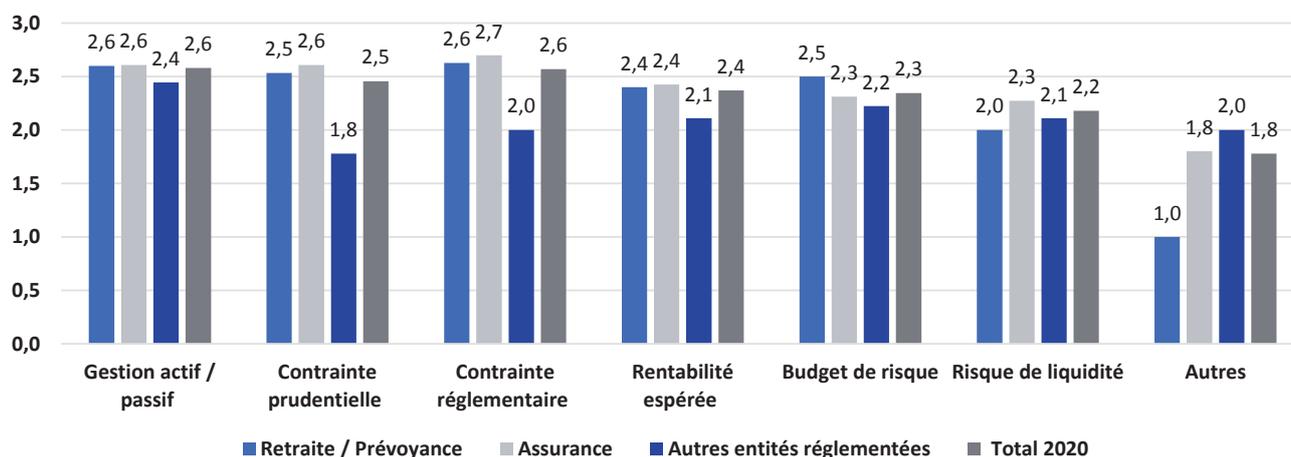
FRÉQUENCE DE RÉVISION DE L'ALLOCATION STRATÉGIQUE EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR
(EN MOYENNE DES RÉPONSES)

	Semestriellement	Annuellement	Tous les deux ans	Autres
Ensemble des répondants	11 %	63 %	9 %	18 %
Moins de 2 Md€	27 %	36 %	9 %	27 %
Entre 2 et 20 Md€	9 %	64 %	14 %	14 %
Plus de 20 Md€	4 %	75 %	4 %	17 %

Source : Enquête Af2i 2021

Paramètres pris en compte dans l'allocation stratégique

IMPORTANCE DES PARAMÈTRES PRIS EN COMPTE DANS L'ALLOCATION STRATÉGIQUE
PAR FAMILLE D'INSTITUTIONNELS (PRÉFÉRENCE DE 1 A 3)



M Source : Enquête Af2i 2021

Très clairement, l'allocation stratégique est modélisée dès le départ sous dimensions multiples. Si les enjeux de gestion actif-passif et les contraintes réglementaires sont les deux critères majeurs, contraintes prudentielles, rentabilité espérée et budget de risque ont une importance presque identique. C'est particulièrement vrai des assureurs pour lesquels la directive Solvabilité II est venue renforcer la gestion actif-passif, et est construit comme un modèle nécessitant d'allouer des fonds propres au regard des risques encourus par l'assureur.

Sans que cela soit encore très formalisé, un nombre croissant d'institutionnels regardent dans quelle mesure il est possible d'intégrer au niveau de l'allocation stratégique des paramètres extra-financiers : les réflexions portent principalement sur des données Climat. Il sera intéressant de questionner en 2022 pour savoir si cette dynamique prend de l'ampleur, et si elle reste l'apanage des institutionnels gérant des actifs conséquents, ou si elle se diffuse à l'ensemble du monde institutionnel.

► Allocation tactique

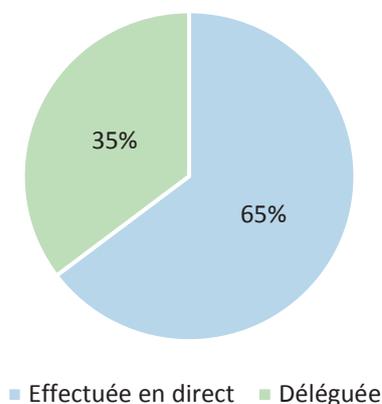
🔗 À quelle fréquence révisiez-vous vos allocations tactiques ?

FRÉQUENCE DE RÉVISION DE L'ALLOCATION TACTIQUE EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR
(EN MOYENNE DES RÉPONSES)

	Hebdomadaire	Mensuelle	Trimestrielle
Ensemble des répondants	16 %	58 %	26 %
Moins de 2 Md€	18 %	55 %	27 %
Entre 2 et 20 Md€	13 %	64 %	23 %
Plus de 20 Md€	20 %	50 %	30 %

Source : Enquête Af2i 2021

L'ALLOCATION TACTIQUE EST-ELLE EFFECTUÉE DE FAÇON DIRECTE OU DÉLÉGUÉE ?



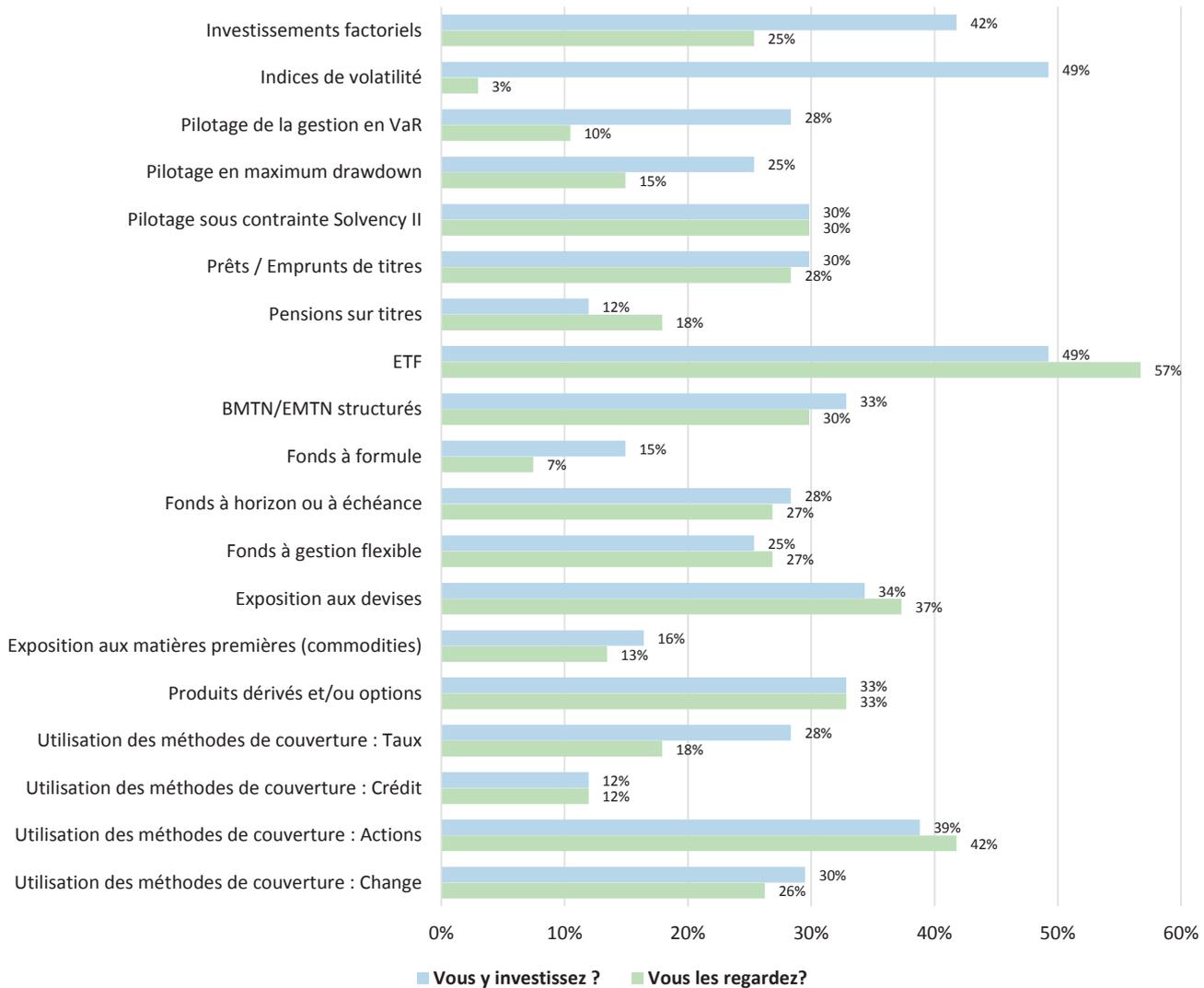
L'allocation stratégique est définie au niveau de l'institutionnel : c'est logique dans la mesure où elle intègre des données sur le passif, fournies par la Direction de l'Actuariat, des éléments de contraintes prudentielles intéressant la Direction comptable, et divers paramètres émanant de la Direction des investissements et de la Direction des risques... sous validation des instances dans la mesure où c'est... stratégique.

L'allocation tactique est quant à elle beaucoup plus centrée sur le portefeuille d'actifs, et se construit à partir de scénarios macro-économiques, et d'anticipations de performance et de volatilité des différentes classes d'actifs. Elle peut donc être plus aisément déléguée, soit à un consultant, soit à une société de gestion, qui dispose de modèles d'allocation de portefeuilles.

M Source : Enquête Af2i 2021

Opinion sur divers produits et techniques

OPINIONS SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES (VOUS LES REGARDEZ ? VOUS INVESTISSEZ ?)



T Source : Enquête Af2i 2021

Certains produits techniques font désormais partie intégrante de la gestion de portefeuille, et sont bien compris quelle que soit la taille des investisseurs : indices de volatilité et investissements factoriels en premier lieu. Les stratégies d'investissement factoriel, auxquelles on associe souvent les gestions « smart beta », ont le plus souvent été développées conjointement par la recherche académique, les professionnels de la gestion et les directions d'investissement des investisseurs institutionnels. L'objectif au travers de ce type d'investissement

est double : surperformer et/ou optimiser les risques des indices pondérés par la capitalisation boursière des titres et capter les primes de marché de manière adéquate.

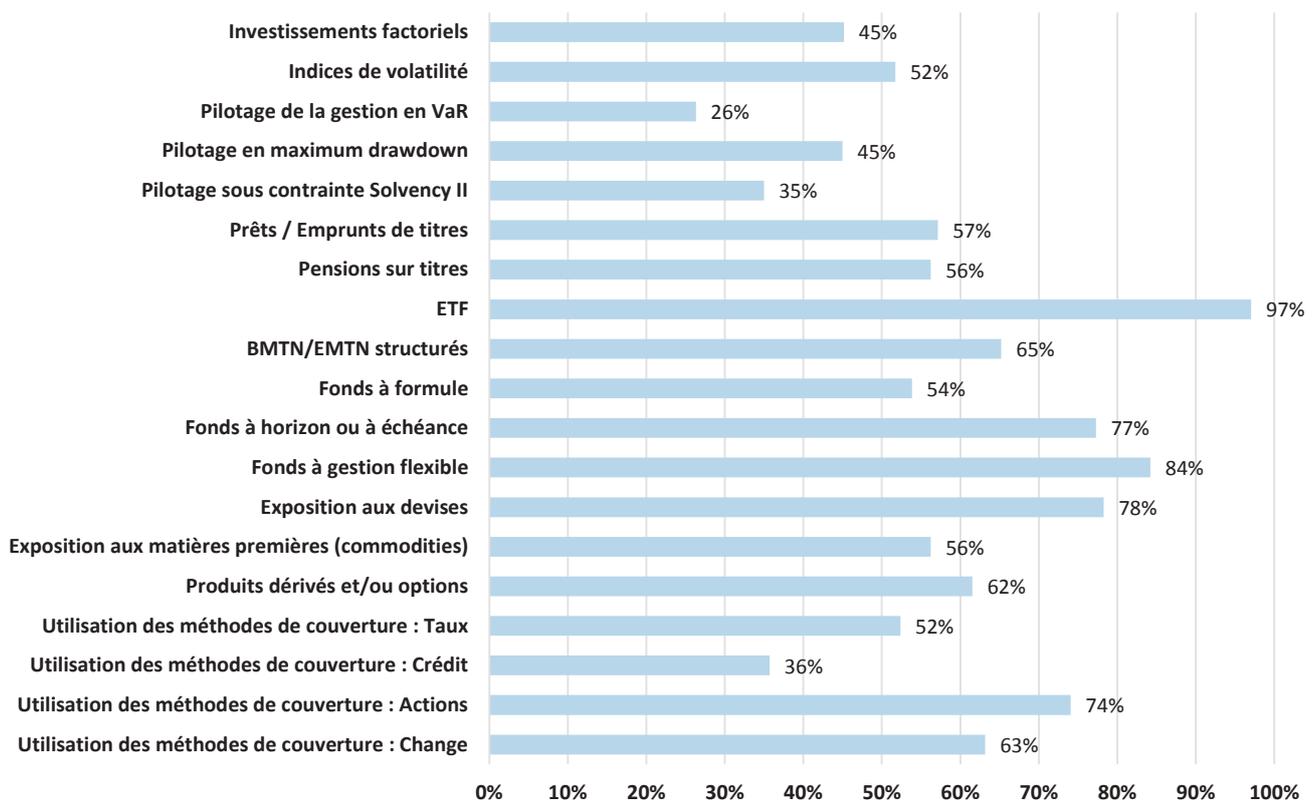
Si l'utilisation d'EMTN (*Euro Medium Term Notes*) structurés concerne plutôt les portefeuilles de taille inférieure à 2 milliards, le pilotage de la gestion en *Value-at-Risk* se retrouve plutôt chez les acteurs de la retraite complémentaire et les assureurs, au même titre que le pilotage sous contrainte Solvabilité II.

Les ETF (*Exchange Traded Funds*) sont totalement intégrés comme l'outil clef de la gestion passive, avec des utilisations multiples : instrument de *market-timing* pour les uns, moyen d'investir simplement sur des marchés méconnus pour d'autres, voire positionnement structurel sur un indice de marché... et souvent un mixte de ces trois composantes. Si 49% des répondants disent être investis en ETF, un pourcentage plus large dit s'y intéresser, en recherche le plus souvent d'une gestion dynamique de la poche passive du portefeuille, 57% analysent de nouvelles options d'utilisations. Structurellement, les ETF sont perçus comme des solutions solides, flexibles, avec un faible niveau de frais de gestion. Plus de 50% des répondants souhaitent aujourd'hui les intégrer en tant que solutions entièrement personnalisées, pour répondre

à des questions spécifiques : intégration de mesures d'impact, indices « 2 degrés Accord de Paris » ou *Low Carbon*, exclusions spécifiques, contraintes quantitatives de risque,...

Un nombre croissant d'institutionnels utilisent des stratégies de couverture. C'est largement le cas sur les marchés actions, sur les changes (dans la mesure où il y a exposition en devises), et dans une moindre mesure sur le risque de taux. L'objectif cité est de minimiser les risques de perte de valeurs sur les actifs. Beaucoup moins de marques d'intérêt à l'inverse sur la couverture crédit, considérée comme complexe, très technique et souvent onéreuse.

OPINIONS SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES (SONT-ILS D'UN USAGE FACILE ?) (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS AYANT RÉPONDU « OUI »)

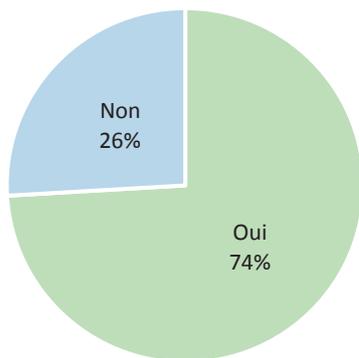


T Source : Enquête Af2i 2021

Indicateurs et règles de gestion

🔗 Avez-vous un ou des indicateurs pour votre portefeuille global et/ou chacun de vos portefeuilles ?

AVEZ-VOUS DES INDICATEURS POUR CHACUN DE VOS PORTEFEUILLES ?

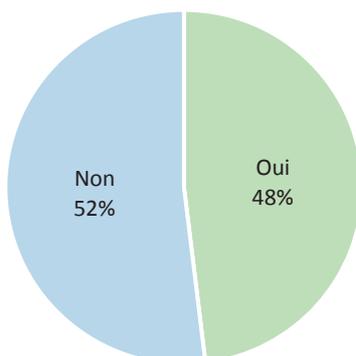


Si 3/4 des investisseurs institutionnels opèrent un suivi précis de leur gestion, il reste tout de même surprenant que 26% reconnaissent n'avoir aucun tableau de bord, ni indicateurs quantitatifs, de leur gestion de portefeuille.

M Source : Enquête Af2i 2021

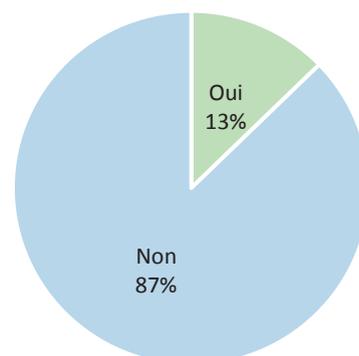
🔗 Avez-vous des règles écrites en matière de :

MARGES DE MANŒUVRE PAR RAPPORT À UN OU DES INDICATEURS DE RÉFÉRENCE



Source : Enquête Af2i 2021

REBALANCEMENT DE PORTEFEUILLE



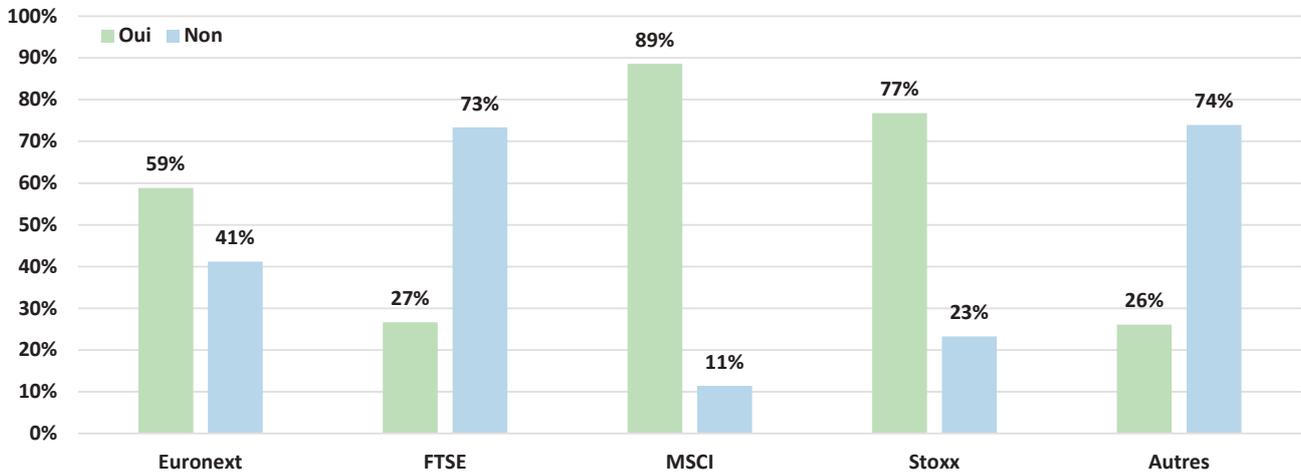
Source : Enquête Af2i 2021

La référence à une gestion benchmarkée n'est pas légitime pour nombre d'institutionnels, en particulier les assureurs, pour qui les adéquations avec les enjeux de passif et les impératifs prudentiels sont déterminants. Le rebalancement de portefeuille, c'est-à-dire le recalage permanent sur une allocation d'actifs cible, par cession

d'une fraction des actifs qui ont le plus performé, se conçoit dans le cadre de fonds d'épargne retraite ou salariale, ou pour des Unités de Compte, mais n'a pas de raison d'être, sauf exception, pour un portefeuille institutionnel dans son ensemble. D'où un niveau de réponses négatives à 87%.

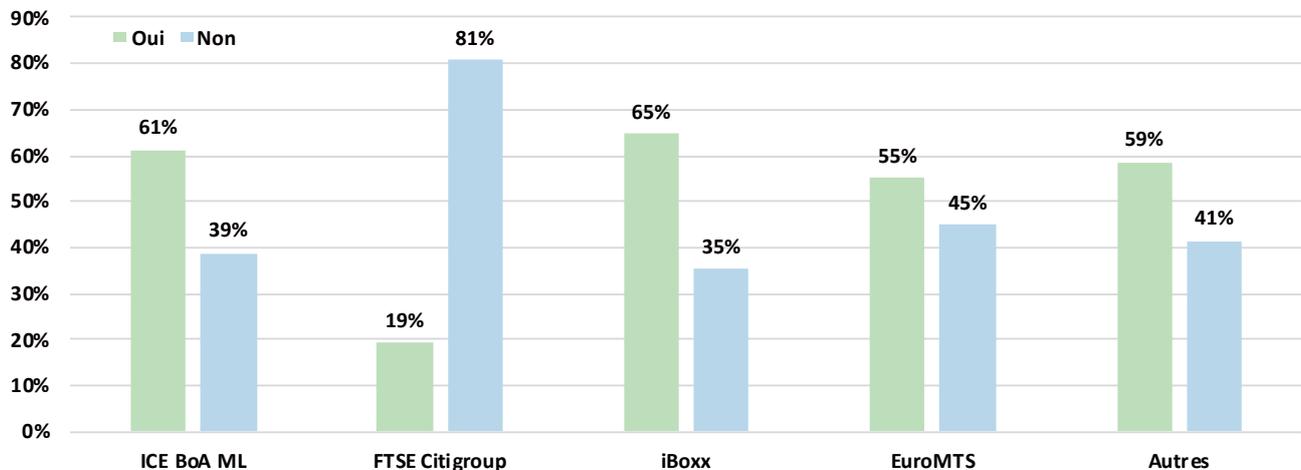
🔍 Quels sont vos fournisseurs d'indices privilégiés pour les indices actions et obligataires ?

LES INDICES ACTIONS



M Source : Enquête Af2i 2021

LES INDICES OBLIGATAIRES



M Source : Enquête Af2i 2021

Les indices sont utilisés en référence à des poches d'investissement spécifiques. Dans leur grande majorité, les investisseurs utilisent des bases de données multiples, soit directement, soit au travers des sociétés de gestion auxquelles ils délèguent une part de leur gestion d'actifs. FTSE est largement boudé, tant sur les actions que sur les taux.

Les fournisseurs offrant la palette la plus large d'indices sont donc, sans surprise, privilégiés : à plus de 75%, MSCI et Stoxx sur les actions, et pour plus de la moitié les indices Euronext.

Les choses sont plus diffuses sur les indices de taux : iBoxx et ICE sont au-delà de 60% d'utilisateurs, EuroMTS

et une diversité d'autres indices spécifiques sont retenus par plus de la moitié des répondants.

Tous les répondants ont signalé leur volonté de pouvoir disposer de fournisseurs de données européens, même si les principales références sont aujourd'hui américaines. Autre élément pointé du doigt : le coût croissant de l'accès aux données dans le processus de gestion financière, compte-tenu d'un besoin d'informations toujours plus large, tant en données économiques ou de marché, sur toutes les classes d'actifs, que dans toutes les composantes de l'extra-financier : climat, empreinte carbone, biodiversité, impacts sociétaux,...

06. ISR / ESG

La *raison d'être* d'un investisseur institutionnel est de gérer ses investissements avec pour objectif d'honorer, à tous moments et dans la durée, ses engagements. La vision de long terme est donc par essence une « ardente obligation », sans oublier l'objectif primal de rendement financier des actifs gérés.

Être structurellement engagé dans une dynamique de finance durable et responsable est désormais une dimension incontournable. Les investisseurs institutionnels sont donc naturellement impliqués dans la dynamique de financement de l'économie réelle, et auront un rôle clef de stabilisateurs et de soutien aux entreprises dans les mois et les années qui viennent.

L'intégration des critères ISR / ESG est prise en compte par 79% des répondants en 2020, contre 73% en 2019. Au-delà du pourcentage significatif, le développement durable, dans toutes ses composantes, est devenu partie intégrante des processus de gestion. Les investisseurs institutionnels ont pleinement pris conscience des enjeux, se sont appropriés la thématique, et sont devenus des acteurs de la transition.

Si au cours des années 2000, l'investissement se construisait sur une approche à deux dimensions — rendement / risque —, on a basculé depuis quelques années dans un monde à trois dimensions : — risque / rendement / impact —, qui est compris comme le seul moyen de créer de la valeur à long terme.

Ces dernières années, l'Environnement, et plus encore le Climat, ont été les priorités, effaçant l'attrait d'autres thématiques. La crise Covid-19 a révélé combien un rééquilibrage vers les enjeux sociétaux était impératif : il a commencé à s'opérer dès l'été 2020, et se poursuivra dans les années à venir.

Dans l'édition 2021 de l'Enquête Af2i, était posée pour la première fois une question sur l'inclusion ou non d'une mission de financement de l'économie sociale et solidaire dans l'objet social de l'organisation. 27% des investisseurs ayant répondu à la question ont déclaré que l'objet social de leur organisation impliquait une mission de financement de l'économie sociale et solidaire et 4% ont déclaré qu'ils allaient le faire évoluer en ce sens courant 2021.

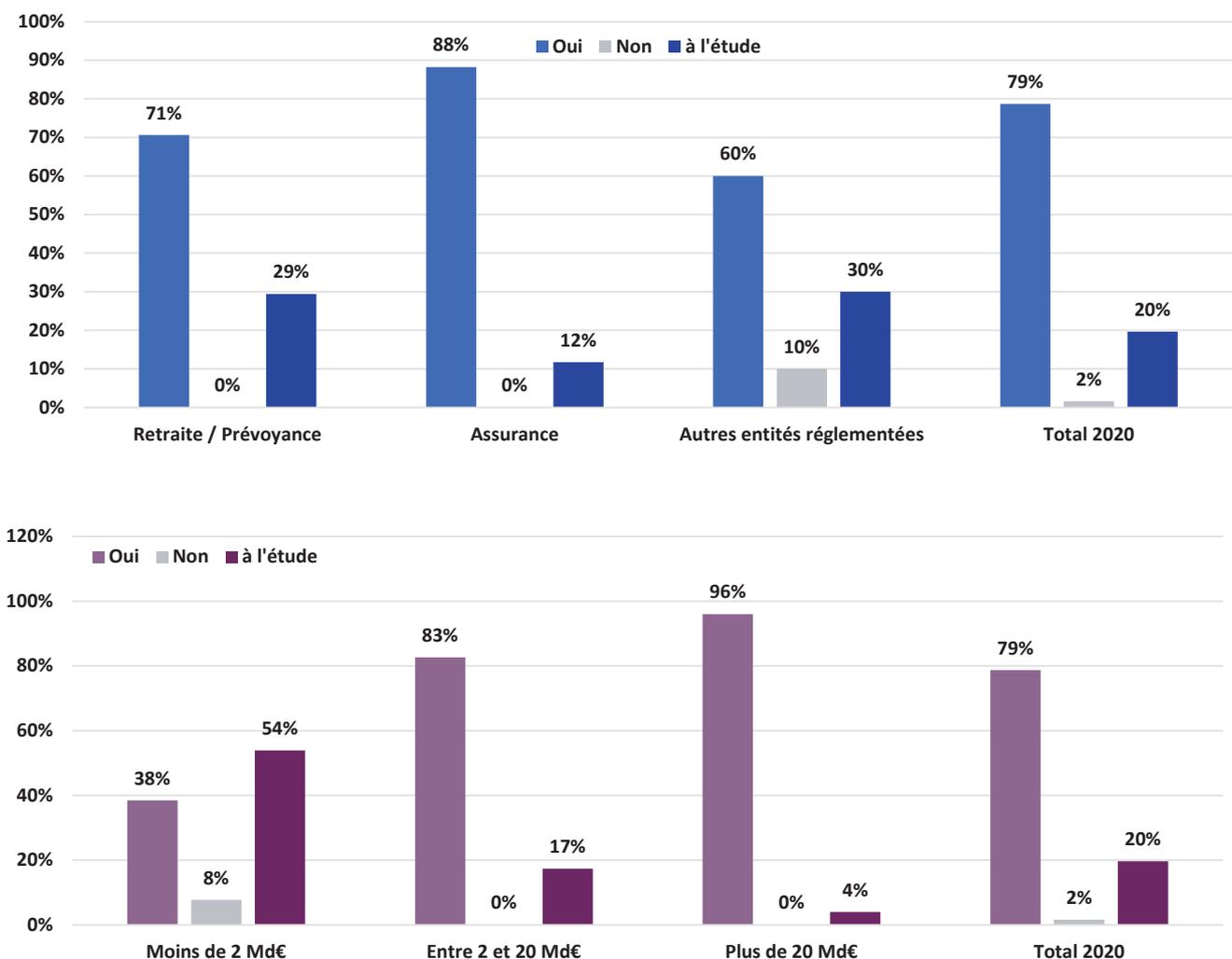
► Généralités sur l'ISR / ESG

Intégration des critères ISR / ESG dans la gestion

D'après l'Enquête Af2i 2021, plus de 95% des institutions gérant plus de 20 Md€ d'actifs intègrent des critères ISR / ESG dans leur sélection d'actifs. Ils sont près de 80% chez les organismes gérant entre 2 et 20 Md€ d'encours sous gestion.

Les investisseurs institutionnels plus petits (ceux gérant moins de 2 Md€) sont moins nombreux à intégrer des critères ISR / ESG dans leur sélection d'actifs (38%), mais il convient toutefois de noter une hausse significative de ce pourcentage par rapport à l'année passée (22%).

**INTÉGRATION DES CRITÈRES ISR / ESG
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)**



M Source : Enquête Af2i 2021

Les résultats ci-dessus doivent néanmoins être analysés avec prudence. La dimension ISR / ESG est désormais transverse au processus de gestion : la référence à un label, type ISR, est désormais seulement une des composantes de l'engagement des investisseurs institutionnels. Le label ISR est avant tout un besoin d'identification pour la gestion collective. L'approche institutionnelle est plus large, et consiste à prendre en compte, dans les décisions d'investissement et d'engagement des entreprises, des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG). De fait, la seule prise en compte de fonds labellisés se heurte à une asymétrie d'information forte pour l'institutionnel, dans la mesure où l'intégration effective des considérations extra-financières d'un seul véhicule d'investissement, et sa cohérence avec le processus ESG globale étant délicate à démontrer.

Rappelons que le label ISR est un des premiers labels d'épargne en Europe, comme en témoigne la croissance constante du nombre de fonds labellisés et son rayonnement au-delà de nos frontières. Au 8 mars 2021, 690 fonds sont labellisés ISR pour un total de près de 470 milliards d'euros d'encours.

Le label reste un label de place inclusif et innovant et contribue, depuis sa création en 2016, à l'évolution de la gestion financière vers une gestion socialement responsable et plus transparente. Le succès et la dynamique du label ISR ont été encouragés par la loi Pacte de mai 2019 avec le référencement systématique de fonds labellisés ISR dans les unités de compte d'assurance-vie et dans les plans d'épargne retraite.

Pour la première fois dans l'Enquête 2021, les investisseurs étaient interrogés sur l'impact du critère ISR adopté en 2020 sur leurs actifs immobiliers :

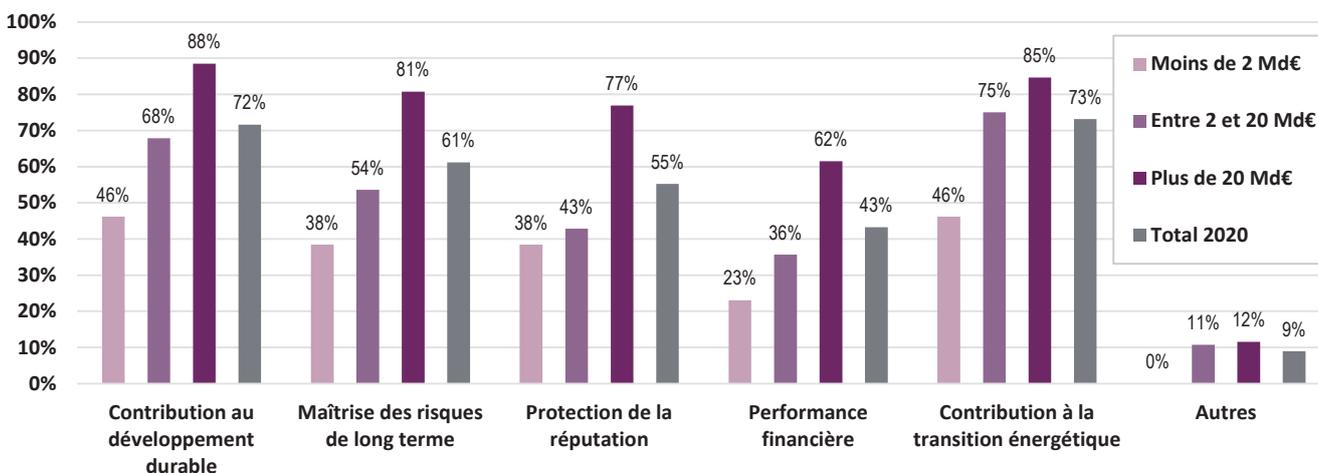
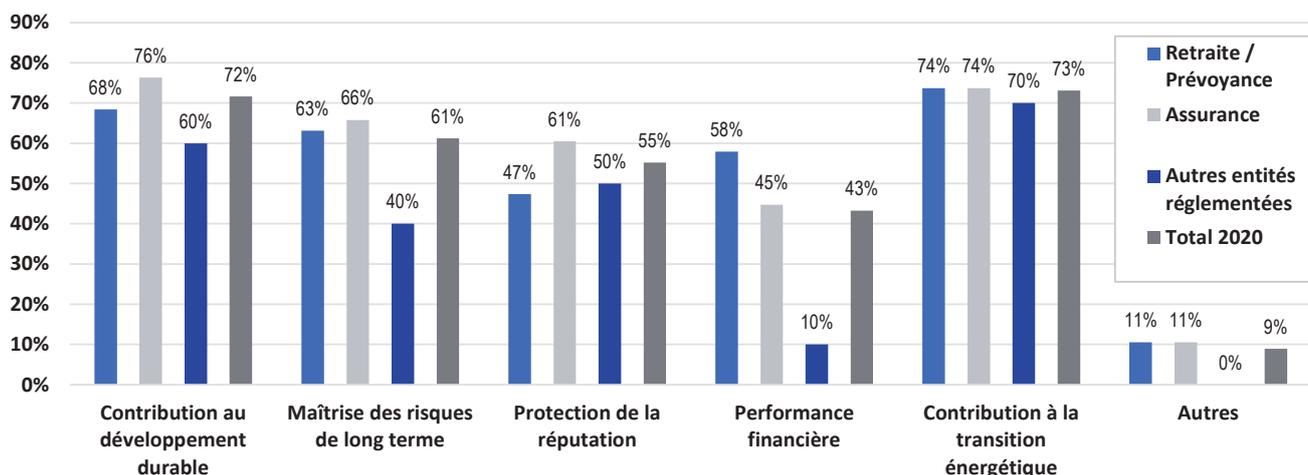
- 71 % ont dit que cela ne changeait rien, les portefeuilles étant déjà largement investis en fonction des labels existants ;
- 14% ont dit que c'était un label qu'ils exigeraient pour l'essentiel de leurs investissements ; et
- 14% ont dit que cela allait les conduire à arbitrer leur portefeuille pour aboutir à une part significative d'actifs immobiliers ISR.

Pour la première fois également, les investisseurs étaient interrogés sur les *Green Bonds* et EMTN verts :

- 60% ont déclaré qu'ils investissaient dans des *Green Bonds* et EMTN verts (ainsi que dans des *Social Bonds*) sans en faire une poche distincte d'allocation d'actifs ;
- 17% ont déclaré que les *Green Bonds* et EMTN verts étaient devenus une classe d'actifs à part entière, dont ils définissaient une part dans l'allocation d'actifs, au même titre qu'obligations corporate ou dette émergente et que les *Social Bonds* seraient intégrés de la même manière, avec le développement des gisements ;
- 13% ont déclaré qu'ils investissaient sur les *Green Bonds* et EMTN verts uniquement au travers de gérants externes (mandats et/ou fonds), de manière à utiliser l'expertise de gérants qui ont accès au gisement existant et peuvent arbitrer les titres ;
- 9% ont déclaré qu'ils limitaient leurs investissements en *Green* et *Social Bonds*, compte-tenu du faible niveau de rendement actuariel offert, et qu'ils n'intervenaient que sur opportunités ; et
- seulement UN investisseur a déclaré que ces obligations spécifiques — *Green* ou *Blue* — ne l'intéressaient pas du tout.

Raisons prévalant aux allocations en ISR / ESG

**RAISONS PRÉVALANT AUX ALLOCATIONS ISR / ESG
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

Les deux critères prédominants qui motivent les investisseurs institutionnels pour faire de l'investissement responsable restent :

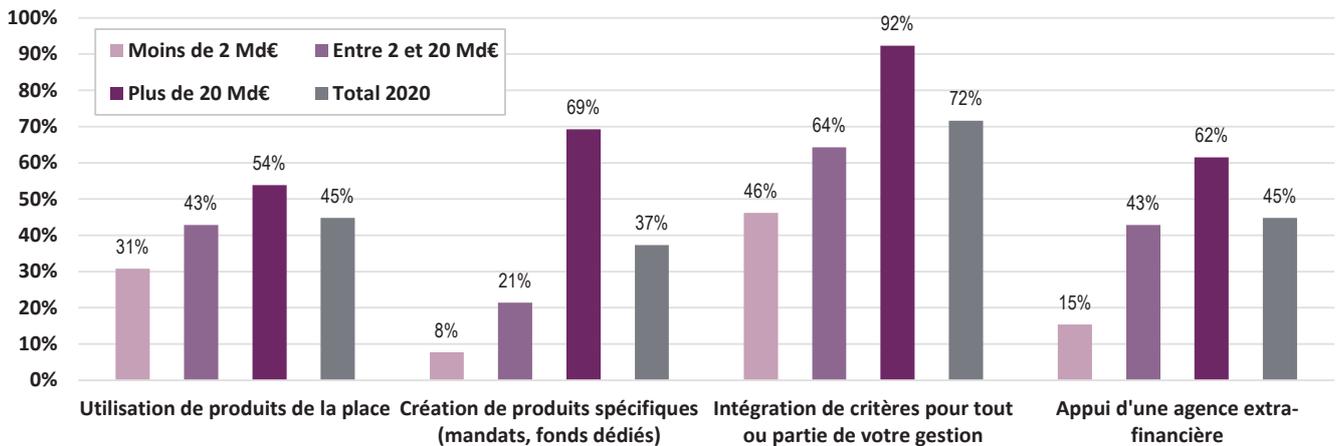
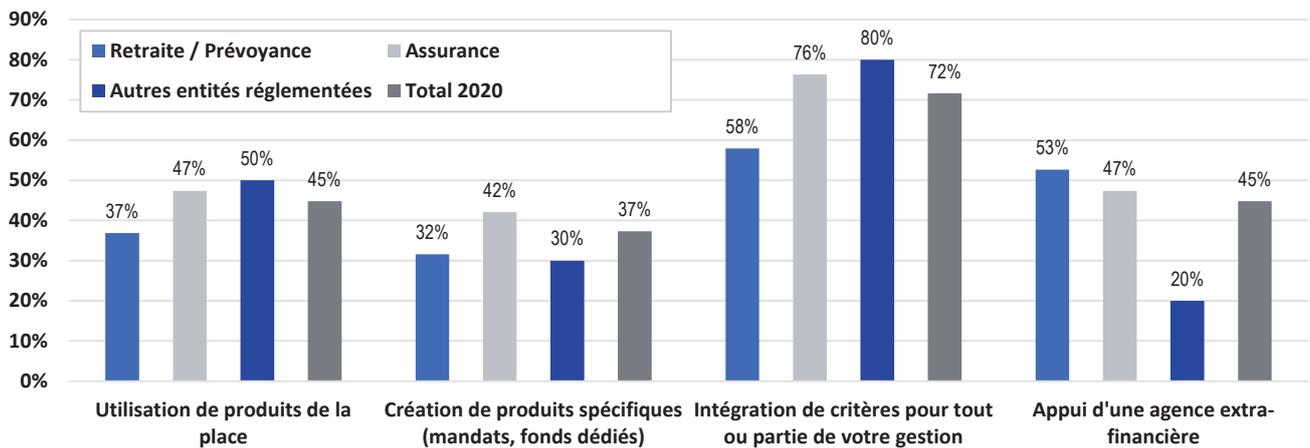
- la contribution à la transition énergétique ; et
- la contribution au développement durable.

On note en 2020 une baisse de l'importance attachée à la maîtrise des risques de long terme. En effet, si 79% des investisseurs citaient ce critère en 2019, comme une des raisons prévalant à leurs allocations ISR, ils ne sont plus que 61%.

Si les investisseurs institutionnels sont moins de la moitié à invoquer l'impact sur la performance financière comme motivation pour leur allocation ISR, beaucoup d'entre eux considèrent que la sélection de sociétés engagées en matière de développement durable est à terme créatrice de valeur pour leur portefeuille. Si la surperformance des sociétés impliquées dans la démarche ESG n'est pas avérée, celles-ci démontrent une vision stratégique de moyen terme, une implication à contribuer à un monde meilleur, de nature à rassurer les investisseurs institutionnels.

Méthodes mises en œuvre pour l'investissement responsable

**MÉTHODES MISES EN ŒUVRE POUR L'ALLOCATION ISR / ESG
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

De manière très nette, pour toutes natures d'investisseurs, la prépondérance va à l'intégration de critères propres pour tout ou partie de la gestion. Les institutionnels souhaitent garder la liberté de leur engagement en tant qu'investisseur responsable, et ne veulent pas se faire imposer l'orientation de leur politique ESG, que ce soit par les gérants d'actifs, ou par une agence extra-financière, même si le processus d'intégration de l'extra-financier dans les processus de gestion s'appuie sur l'expertise de ces deux types de partenaires clefs.

En fait, la question clef pour l'investisseur institutionnel est celle de l'accompagnement des entreprises sur lequel il est investi, via des actions ou des dettes. Si l'on acte le fait qu'on continuera à détenir des valeurs industrielles, qui produisent des voitures, du ciment, de la chimie, de l'agro-alimentaire transformé,... l'objectif pour l'investisseur institutionnel est d'encourager et d'accompagner la transition vers des méthodes de production moins polluantes, moins consommatrices d'énergie ou d'eau, intégrant des capacités de recyclage intelligent. Pour un investisseur institutionnel, une décarbonation réussie

ne se réduit pas à une réallocation de portefeuille, mais signifie une décarbonation de l'économie.

La transposition des choix et des ambitions d'un investisseur institutionnel se fait légitimement dans la politique d'investissement. Si la RSE – Responsabilité Sociétale

de l'Entreprise – de l'institution définit un corpus de valeurs, des principes éthiques et de gouvernance, la philosophie sur les paramètres importants dans les domaines environnementaux et sociétaux se déclinera naturellement dans la politique d'investissement.

Thématiques privilégiées en matière de développement durable

Quelles sont vos priorités parmi les thématiques en matière de développement durable ?

	Priorité 1	Priorité 2	Priorité 3	Total
Climat "Objectif 2 degrés"	19,2%	3,3%	3,3%	25,8%
Actifs bas carbone	6,6%	9,9%	2,6%	19,2%
Eau et biodiversité	0,0%	2,6%	2,6%	5,3%
Autres objectifs environnementaux	0,0%	2,6%	2,6%	5,3%
Impact social	2,0%	7,3%	11,3%	20,5%
Développement local et régional	1,3%	4,6%	5,3%	11,3%
Santé	4,0%	2,0%	2,6%	8,6%
Logement social et intermédiaire	0,0%	0,7%	1,3%	2,0%
Aide au développement	0,0%	0,7%	0,7%	1,3%
Autres	0,7%	0,0%	0,0%	0,7%
TOTAL (Moyenne des répondants)	33,8%	33,8%	32,5%	100,0%

Source : Enquête Af2i 2021

Les questions d'environnement restent la principale priorité des investisseurs institutionnels. En effet, ils sont plus de la moitié (56 %) à citer les thématiques liées à l'environnement parmi leurs priorités.

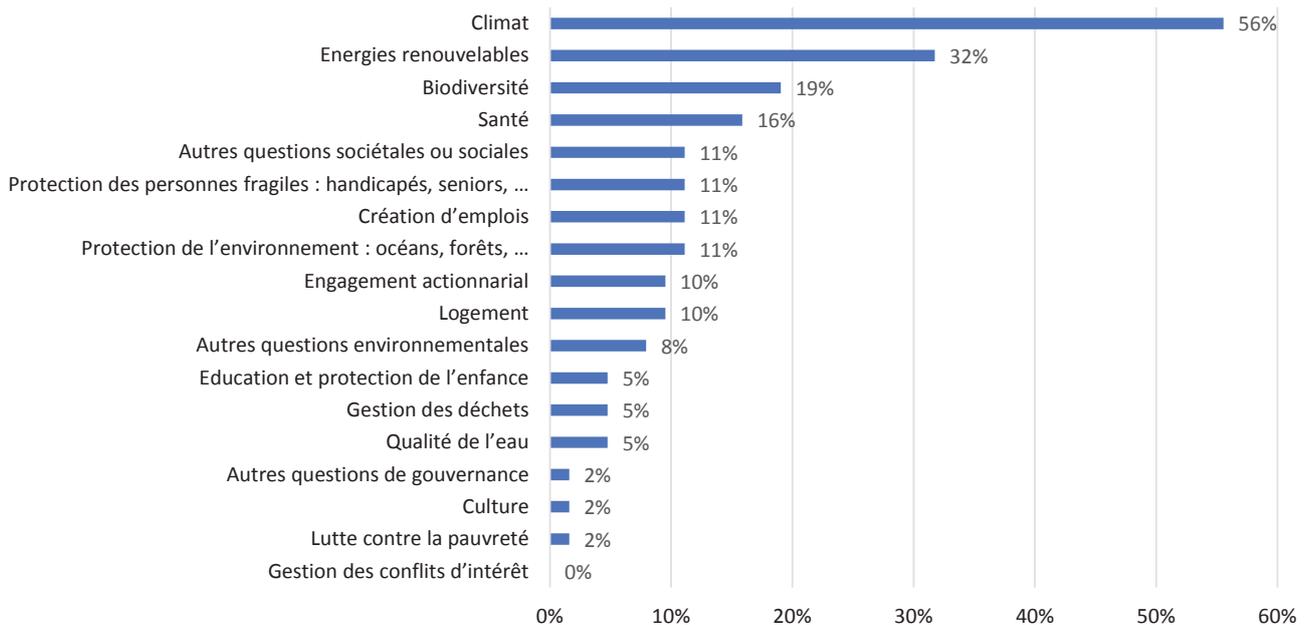
La thématique « Climat Objectif 2 degrés » est de loin la plus citée comme priorité : 19% la placent en première priorité contre 15% l'année passée, auquel il convient d'ajouter 6,6% de positionnements en priorité 2 et 3.

Même si la sélection en première priorité est très faible (2%), l'impact social devient en 2020 le second thème le plus cité comme priorité, avec 20,5% de réponses. Et il devance légèrement, contrairement à 2019, le sujet des actifs bas carbone, considéré comme prioritaire à 19,2%

À noter que la biodiversité n'apparaît pas en première priorité, et ne totalise que 5,3% de réponses qui la classent en priorité. C'est pourtant l'un des thèmes majeurs du reporting ESG qui sera demandé par le décret au titre de l'article 29 de la loi Énergie-Climat du 8 novembre 2019.

Sur quelles thématiques vont se positionner en priorité vos investissements ESG 2021 ?

THÉMATIQUES SUR LESQUELLES LES INVESTISSEURS DÉCLARENT VOULOIR POSITIONNER EN PRIORITÉ LEURS INVESTISSEMENTS EN 2021
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE D'INSTITUTIONS INTERROGÉES)



M Source : Enquête Af2i 2021

Par ailleurs, il a été demandé, cette année aux investisseurs, si la crise sanitaire du Covid-19 les avait conduits à modifier leurs priorités. Seulement trois investisseurs ont répondu « oui » à cette question.

Puis suivent en tir groupé des thématiques sociétales, qui sont revenues à l'ordre du jour avec la crise Covid-19 : santé, mais aussi questions sociales et sociétales et protection des personnes fragiles.

Le climat reste la préoccupation majeure. Pour 56% des répondants, l'approche risque / rendement n'a désormais de sens qu'en considérant l'empreinte des investissements sur le climat.

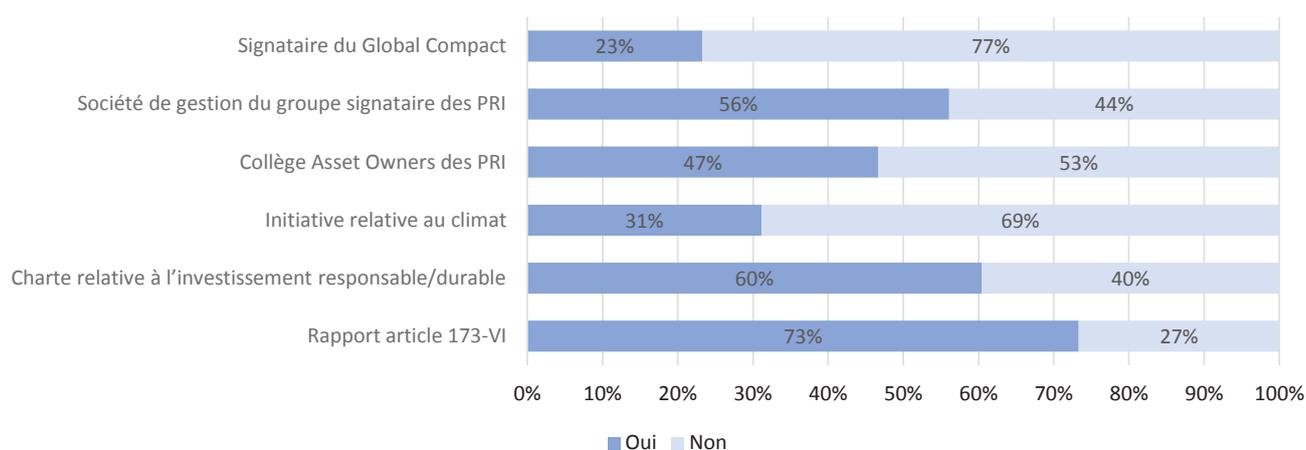
La transition écologique et énergétique et le déploiement des énergies renouvelables restent un thème fort.

La biodiversité émerge en 2021, sans doute en écho aux questionnements du reporting dit « Article 29 » précédemment évoqué.

Publications / adhésions

Pour la première fois cette année, les investisseurs étaient interrogés sur la publication éventuelle d'un rapport ESG et sur leur adhésion à des chartes ou principes ESG.

RÉPONSES DES INVESTISSEURS SUR LES PUBLICATIONS ESG ET ADHÉSION À DES PRINCIPES ESG (EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS À LA QUESTION)



M Source : Enquête Af2i 2021

Près des trois quarts des investisseurs interrogés (73%) ont déclaré publier un rapport article 173-VI. Ils sont également très nombreux (60%) à avoir adopté une charte relative à l'investissement responsable/durable, mais moins nombreux à avoir rejoint une initiative relative au climat (31%).

Parmi les investisseurs qui ont déclaré avoir rejoint une initiative relative au climat, un tiers sont signataires du UN Global Compact, plus des deux tiers ont rejoint le Collège « Asset Owners » des UN PRI et la moitié ont déclaré qu'une société de gestion de leur groupe était signataire des PRI.

Investissement à impact

Pour la première fois cette année, était ajoutée dans l'enquête Af2i une série de questions sur l'investissement à impact. En premier lieu, il était demandé aux investisseurs **à quelle définition de l'investissement à impact ils adhéraient de la manière la plus claire** :

- 41% ont répondu « Une stratégie d'investissement cherchant à générer des synergies entre impact environnemental et sociétal d'une part, et rendement financier neutre ou positif d'autre part. » ;
- 32% ont répondu « Un investissement qui allie expli-

citement retour social, et uniquement social, et retour financier sur investissement. L'investissement à impact implique en conséquence l'établissement d'objectifs sociaux prioritaires et spécifiques. » ;

- 20% ont répondu « Un investissement, de nature ISR ou ESG (ou label équivalent), dont la motivation première est un impact mesurable sur toute la durée de vie du projet. » ;
- et enfin 7% ont répondu « Le nouveau terme générique pour désigner les différents segments et outils de l'investissement sociétal et environnemental. ».

Il était ensuite demandé aux investisseurs **comment l'investissement à impact allait s'inscrire dans leur démarche d'investisseur** :

- 63% ont répondu « *L'institution est engagée depuis longtemps dans la démarche d'investissement responsable : l'investissement à impact est une stratégie parmi d'autres et le restera.* » ;
- 17% ont répondu « *La démarche "investissement responsable" de l'institution est restée aujourd'hui à un niveau conceptuel, et les investissements à impact permettront une mise en oeuvre opérationnelle* » ;
- 10% ont répondu « *L'investissement à impact va devenir la dimension principale de la démarche en investissement responsable.* » ; et
- 10% ont répondu « *L'investissement à impact est une démarche intéressante, mais qui n'est pas développée, par manque de données de mesure quantitative.* ».

Enfin, il était demandé aux investisseurs **sur quelle(s) classe(s) d'actifs ils appliquaient ou pensaient appliquer l'investissement à impact**.

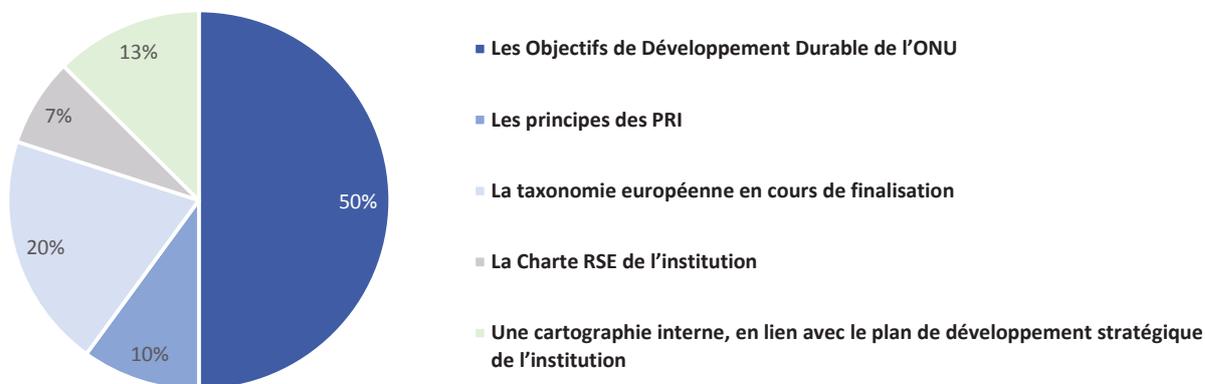
La grande majorité des investisseurs qui ont répondu à cette question (70%) ont déclaré que cela intégrait les actifs qui offrent une réponse à une problématique environnementale ou sociétale spécifique.

La deuxième réponse qui a été donnée par 16% des investisseurs était que *l'impact investing* invitait à identifier les sociétés dont la politique RSE générerait un impact positif à moyen-long terme (trajectoire à cinq ans).

► Cartographie, nomenclature et taxonomie

Pour la première fois également cette année, les investisseurs étaient interrogés sur les cartographies, nomenclatures et taxonomies existantes ou à venir.

CARTOGRAPHIE QUI SEMBLE LA PLUS PERTINENTE AUX INVESTISSEURS POUR DÉFINIR LES « IMPACTS » SUR LESQUELS ILS SOUHAITENT INVESTIR
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS À LA QUESTION)



Concernant la cartographie, la moitié des investisseurs ont indiqué que les Objectifs de Développement Durable de l'ONU étaient, selon eux, la cartographie la plus pertinente pour définir les « impacts » sur lesquels ils souhaitaient investir.

Seulement 12,5% des investisseurs ont jugé qu'une cartographie interne était plus pertinente, auxquels il faut ajouter 7,5% qui travaillent à partir de la charte RSE de leur institution : on peut considérer que 20% des répondants fonctionnent en « modèle interne ».

La taxonomie européenne, pourtant finalisée uniquement sur le E environnemental aujourd'hui, est considérée comme référence par 20% des répondants, soit le double par rapport aux principes des PRI.

À la question « **Souhaitez-vous l'élaboration d'une nomenclature recensant les différentes natures d'impact, et un critère "homologué" de mesure associé à chaque impact ?** », 31 investisseurs ont répondu « oui », et 7 ont répondu par la négative.

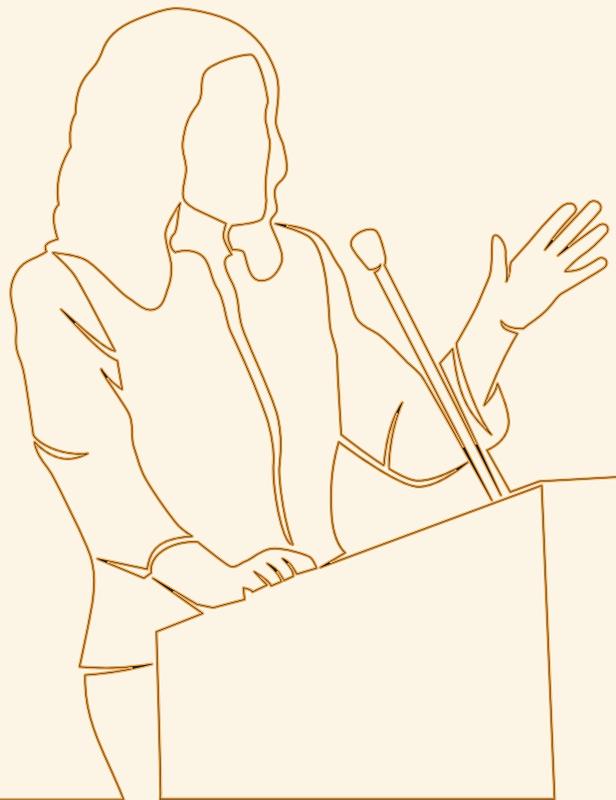
Enfin, il était demandé aux investisseurs **si la publication d'éléments de taxonomie européenne sur les critères environnementaux allait modifier leur gestion de la dimension Environnementale de leurs investissements en 2021** :

- 50% des investisseurs qui ont répondu à la question ont déclaré qu'une réflexion était en cours et se mettrait progressivement en place à partir de 2021 ;
- 39% ont répondu « non » en disant que 2021 serait une année d'observation, les principes étant trop généraux pour une mise en oeuvre opérationnelle immédiate ;
- 13% ont répondu qu'ils allaient surtout se focaliser sur les enjeux de *reporting*, et sur le développement de *stress-tests* d'évolution climatique à 1,5 degrés, 2 degrés, 3 degrés à horizons 2030 et 2050 ;
- 8% ont dit qu'ils avaient anticipé et qu'ils étaient déjà en ligne avec les enjeux de la taxonomie européenne ; et
- 5% (2 investisseurs) ont déclaré rester sceptiques, notamment concernant l'articulation avec la multitude de labels européens existants et le risque que la taxonomie ne vienne qu'ajouter une dimension supplémentaire de *greenwashing*.



Témoignage

Caisse des dépôts et consignations



L'année 2020, si particulière fût-elle, a été marquée par une intense activité dans le domaine de l'investissement responsable.

Sur le thème maintenant central du climat, les acteurs français ont été très présents. Sous la coordination de la Caisse des Dépôts, une douzaine d'institutionnels français ont finalisé l'appel d'offre des trois fonds « Objectif climat ». 35 sociétés de gestion, 50 propositions : en soi, c'était déjà un succès ! Les gestionnaires de la place de Paris ont répondu présent et le choix fut difficile parmi de multiples propositions de qualité.

La Caisse des Dépôts fut un membre fondateur en septembre 2019 de la *Net-Zero Asset Owner Alliance* (AOA), et qui vise à faire converger nos portefeuilles d'actifs financiers vers un objectif de 0 gaz à effet de serre en net à horizon 2050. L'AOA a beaucoup progressé en 2020 : plusieurs grands institutionnels français (Axa, CNP, FRR, Erafp, Scor) l'ont rejointe ; des travaux méthodologiques et d'engagement intensifs ont été menés tout au long de l'année par les 35 signataires. Cela nous a conduits, en cohérence avec le *Target Setting Protocol* de l'AOA, à fixer de nouvelles cibles de réduction de notre empreinte carbone à horizon 2025, après avoir largement atteint nos objectifs à horizon 2020.

2020 a vu également l'émergence du thème de la biodiversité — non sans lien avec la pandémie — dont l'importance va aller croissant dans les prochaines années. La Caisse des Dépôts a lancé ses travaux sur le sujet, en collaboration avec sa filiale spécialisée, CDC Biodiversité.

La crise sanitaire et ses conséquences économiques ont mis au premier plan l'importance des enjeux sociaux. En 2020, lors de nos rencontres avec le management des sociétés dans lesquelles nous investissons, il a été frappant de voir à quel point celles qui s'en sortaient le mieux étaient celles qui, sur le plan social, avaient déjà les outils et les meilleures pratiques en place.

Enfin l'investissement « à impact » est désormais pleinement présent dans le paysage institutionnel. Les travaux menés sous l'égide de l'Impact Investment Lab et du FIR, auxquels l'Af2i a largement participé, ont permis d'avancer dans la méthodologie et dans la visibilité de l'investissement à impact. Les fonds « Relance durable France », lancés conjointement par la FFA et la CDC s'inscrivent dans cette ligne, avec un accent particulier mis sur des secteurs fragilisés (le tourisme) ou stratégique (la santé).

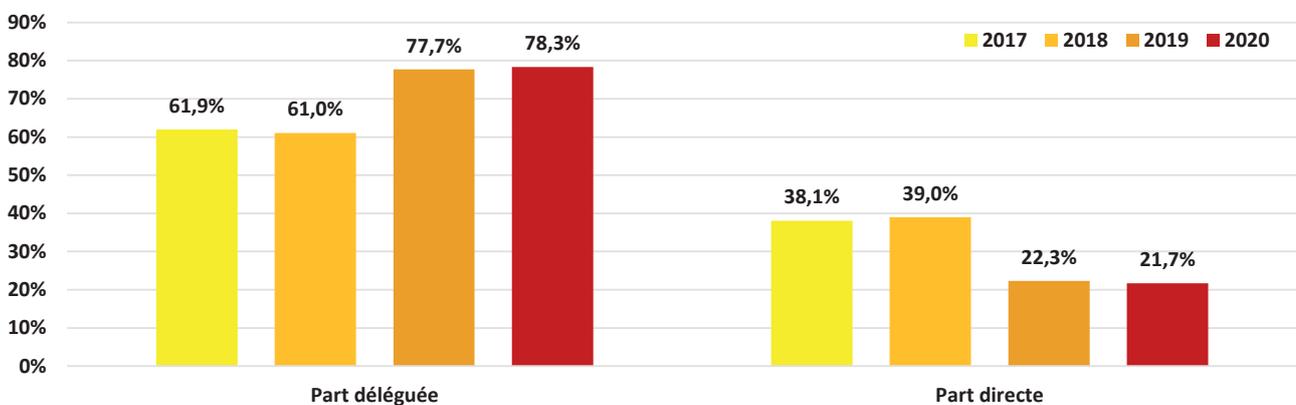
« La décennie 2020 sera celle de l'investissement responsable ou ne sera pas », pourrions-nous paraphraser. Au lieu d'être renvoyés à des jours meilleurs comme ce fut trop le cas lors de la grande crise financière, les enjeux d'investissement responsables ont été au cœur de la réponse à la crise sanitaire — mieux encore : ils sont vus comme la seule voie pour en sortir. La Caisse des Dépôts, qui cherche à être précurseur et leader dans ce sujet, ne peut que grandement s'en réjouir !

07. Relations avec les sociétés de gestion

► Délégation de gestion

Part de la gestion déléguée

PART DE LA GESTION DIRECTE ET PART DÉLÉGUÉE
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

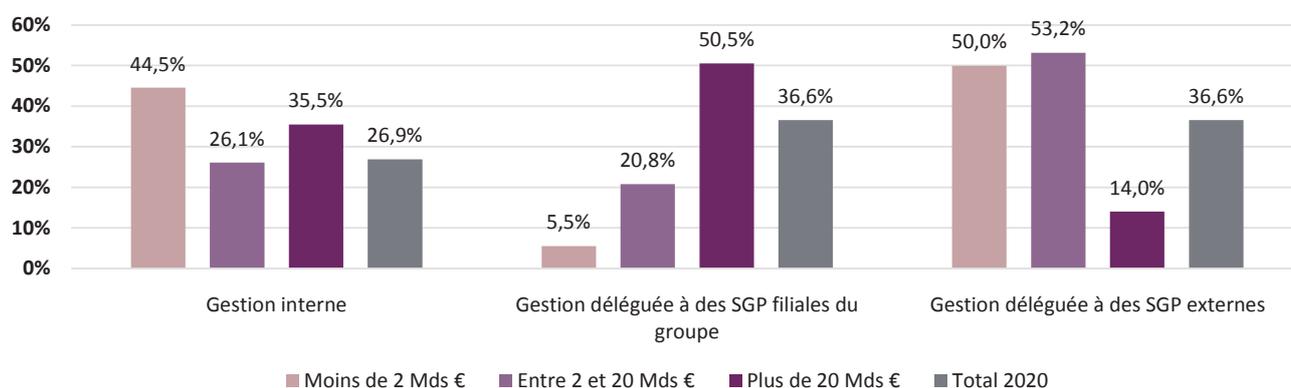
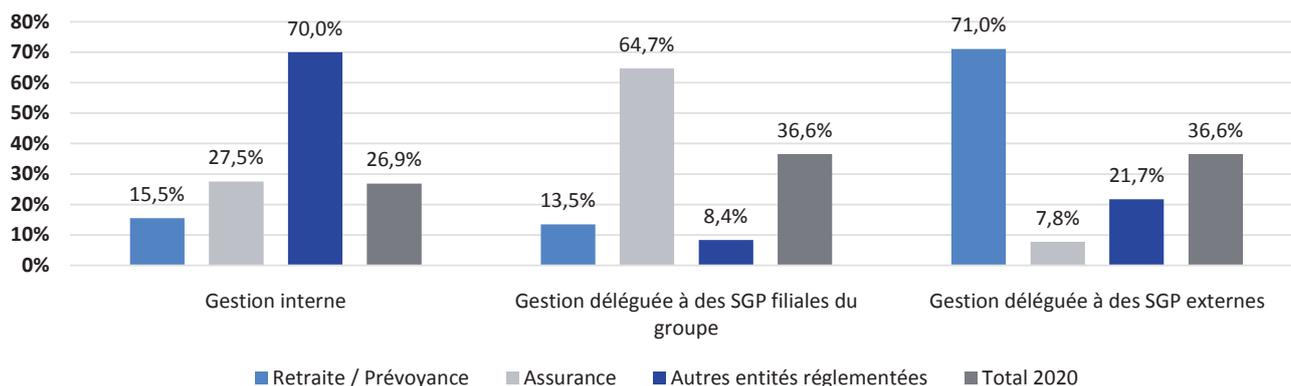
Peu d'évolutions par rapport à 2019 dans la part de gestion déléguée (78,3% contre 77,7% l'année précédente).

Le contexte des confinements et télétravail contraint ont été peu favorables aux appels d'offres, et aux rendez-vous pour amorcer des transferts d'actifs.

Au 21,7% de gestion directe de titres vifs, il convient d'ajouter 5,3% d'OPCVM ou FIA ouverts qui sont sélectionnés, pilotés, arbitrés de manière directe par les directions d'investissements, soit au travers de fonds de fonds maison, soit en direct.

Société de gestion filiale ou externe

PART DE LA GESTION DÉLÉGUÉE À DES SOCIÉTÉS EXTERNES ET À DES SOCIÉTÉS FILIALES SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

Les évolutions sont assez notables si l'on segmente les catégories d'investisseurs.

Le recours à la gestion déléguée rencontre un succès croissant. Les groupes de retraite et de prévoyance ont vu la part de leur gestion interne baisser de 33% en 2019 à 15% en 2020, au profit de la gestion déléguée à des sociétés de gestion externes : de 59% en 2019, on passe à 71% en 2020, la part de gestion déléguée à une filiale groupe augmentant légèrement, de 9% à 13%.

Les groupes d'assurance ont également réduit la part de leur gestion interne, de 40% en 2019 à 28% en 2020,

au profit de la gestion déléguée aux sociétés de gestion filiales du groupe, dont la part grimpe de 48% à 65%, le recours à des sociétés externes baissant de 4%.

De manière plus surprenante, les institutionnels gérant moins de 2 milliards d'encours ont accru la part de leur gestion interne (de 36% en 2019 à 45% en 2020), au détriment de la gestion déléguée à des sociétés de gestion externes, dont la part chute de 11 points, de 61% en 2019 à 50% en 2020.

Chez les acteurs gérant entre 2 et 20 milliards, la gestion interne baisse de 35% à 26%, la gestion déléguée à des

sociétés externes grimant de 46 % en 2019 à 53 %. Ceci peut s'expliquer par une diversification sur de nouvelles classes d'actifs – infrastructures, dette privée, capital-investissement, et même immobilier – sur lesquelles il est malaisé, voire impossible réglementairement, d'investir seul et en direct.

Pour les portefeuilles de plus de 20 milliards, on constate la même tendance à la baisse de la gestion interne (de 48 % en 2019 à 36 % en 2020), mais cette fois en faveur de sociétés de gestion de groupes, leur part augmentant de 36 % à 51 %. Les filiales sociétés de gestion de grands groupes sont elles-mêmes des structures gérant des actifs importants, pour les institutions du groupe et pour des tiers, et sont à même de répondre aux sollicitations sur de nouvelles classes d'actifs, plus techniques.

Répartition des délégations de gestion

🔍 Dans cette part de gestion déléguée (100%), combien de SGP gèrent pour vous ?

Taille	< 2 Mds €	2 - 20 Mds €	> 20 Mds €	Moyenne
Mandats / Fonds dédiés	23	17	27	22
OPC ou FIA ouverts	27	20	27	24

Source : Enquête Af2i 2021

On constate une légère augmentation du recours aux mandats et fonds dédiés par rapport à 2019 : 22 en moyenne contre 19 l'an passé. Il y a une baisse significative pour les portefeuilles de moins de 2 milliards (de 30 à 23), une relative stabilité pour les tailles intermédiaires (de 14 à 17), et une hausse marquée pour les institutions gérant plus de 20 milliards (de 20 à 27). Ce phénomène est surtout le fait de groupes de retraite et de prévoyance, qui passent en moyenne de 22 à 31 mandats de gestion ou fonds dédiés, et dans une moindre mesure des assu-

reurs (hausse de 15 à 20). À l'inverse, les autres entités réglementées voient le nombre de leurs mandats ou fonds dédiés baisser assez fortement de 25 à 13.

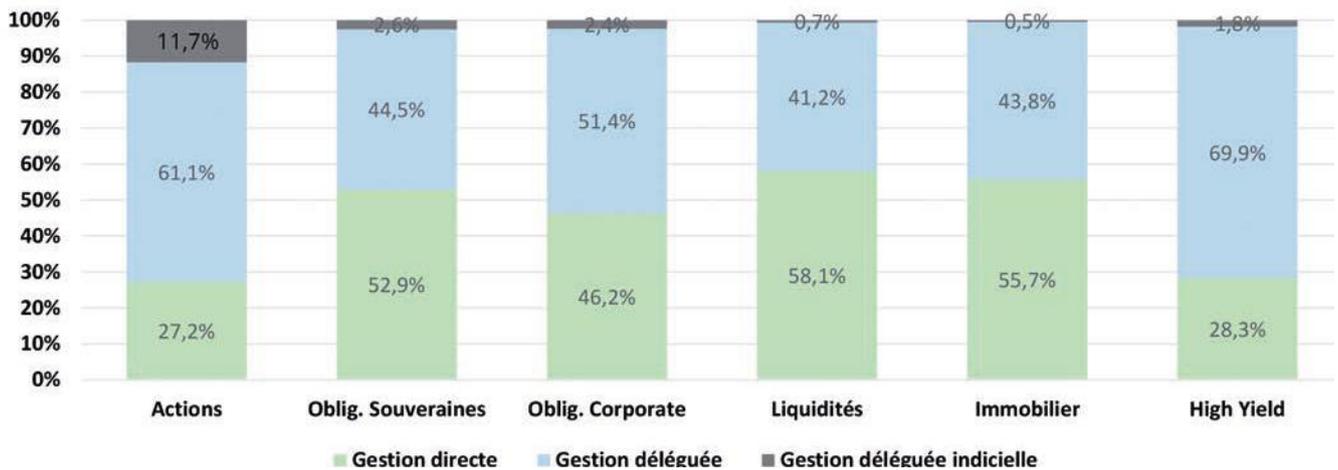
Dans ce dernier cas, on peut considérer qu'il y a une part d'arbitrages en faveur de fonds ouverts, dont le nombre moyen passe de 42 à 52. Pour les autres catégories, les chiffres restent relativement stables par rapport à 2019, la moyenne de fonds ouverts détenus augmentant légèrement de 20 à 24.

Famille	Retraite / Prévoyance	Assurances	Autres entités réglementées	Moyenne
Mandats / Fonds dédiés	31	20	13	22
OPC ou FIA ouverts	19	19	52	24

Source : Enquête Af2i 2021

Types de gestion par classe d'actifs

MODALITÉS DE DÉLÉGATION DE GESTION PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

La gestion déléguée indirecte est clairement réservée aux actions, à hauteur de 12%, contrairement à 2019 où on trouvait des pourcentages équivalents sur obligations souveraines et obligations corporate. On constate une augmentation de l'ordre de 7 points pour la gestion déléguée en immobilier (de 37% en 2019 à 44%),

de 7 points également sur les obligations souveraines (de 38% à 45%), et de 10 points sur les obligations corporate (de 41% à 51%). La seule classe d'actifs sur laquelle la gestion directe s'est accrue est le *High Yield* : de 22% en 2019, la gestion directe passe à 28% en 2020.

► Critères de sélection pour un mandat

🔍 Quelle est l'utilisation de chacun des critères suivants lorsque vous sélectionnez des fonds ou une société de gestion pour un mandat?

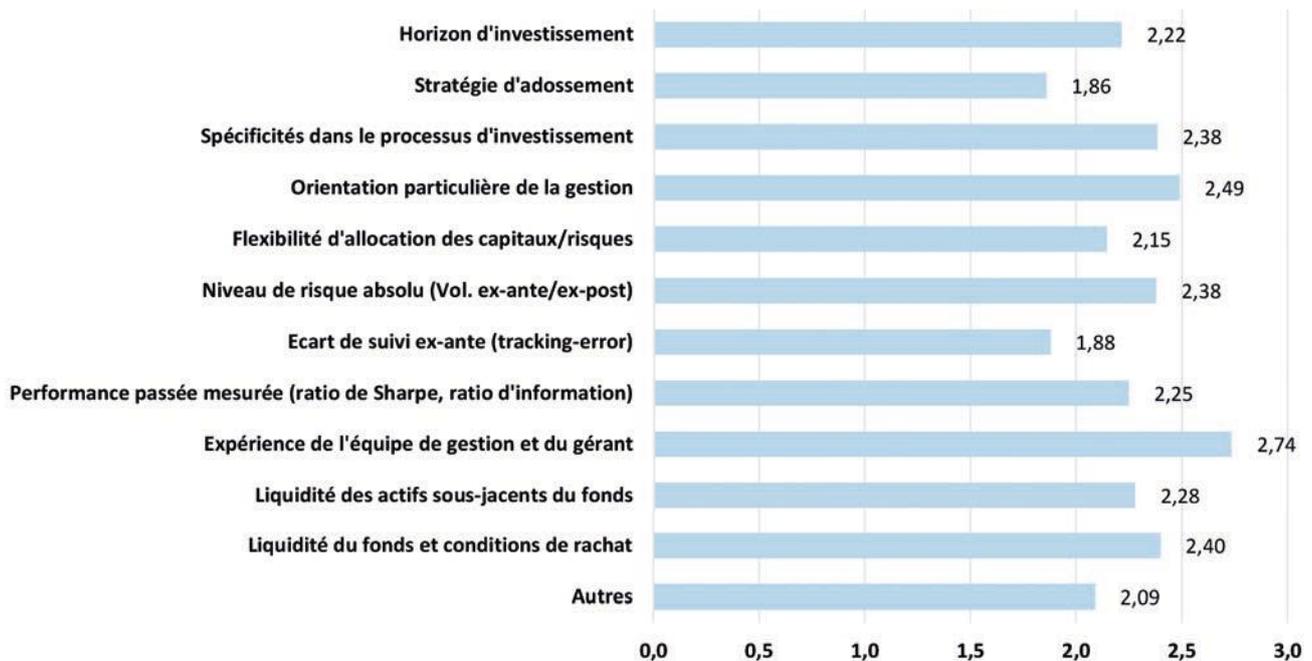
Dans les périodes de marché compliquées, par gros temps, on recherche d'abord des gérants et des équipes de gestion expérimentés. C'est donc le premier critère de choix en 2020 : c'était déjà le cas en 2018 et 2019, dans des marchés plus favorables.

Comme en 2019, l'« orientation particulière de la gestion » est le second critère retenu.

Si les « spécificités dans le processus d'investissement »

restent un facteur de choix important, il est désormais au même niveau (avec une note de -0,07 par rapport à 2019) que le « niveau de risque absolu ». Surtout, ces deux critères apparaissent avec des notes moyennes de peu inférieures au critère « liquidité du fonds et conditions de rachat ». Dès que les marchés sont incertains, et volatiles, la liquidité redevient un élément crucial de choix pour les investisseurs institutionnels.

**IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LA SÉLECTION
DES FONDS OU D'UNE SOCIÉTÉ DE GESTION POUR UN MANDAT**
(PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



M Source : Enquête Af2i 2021

► Critères de sélection des OPCVM

Importance de chacun des critères

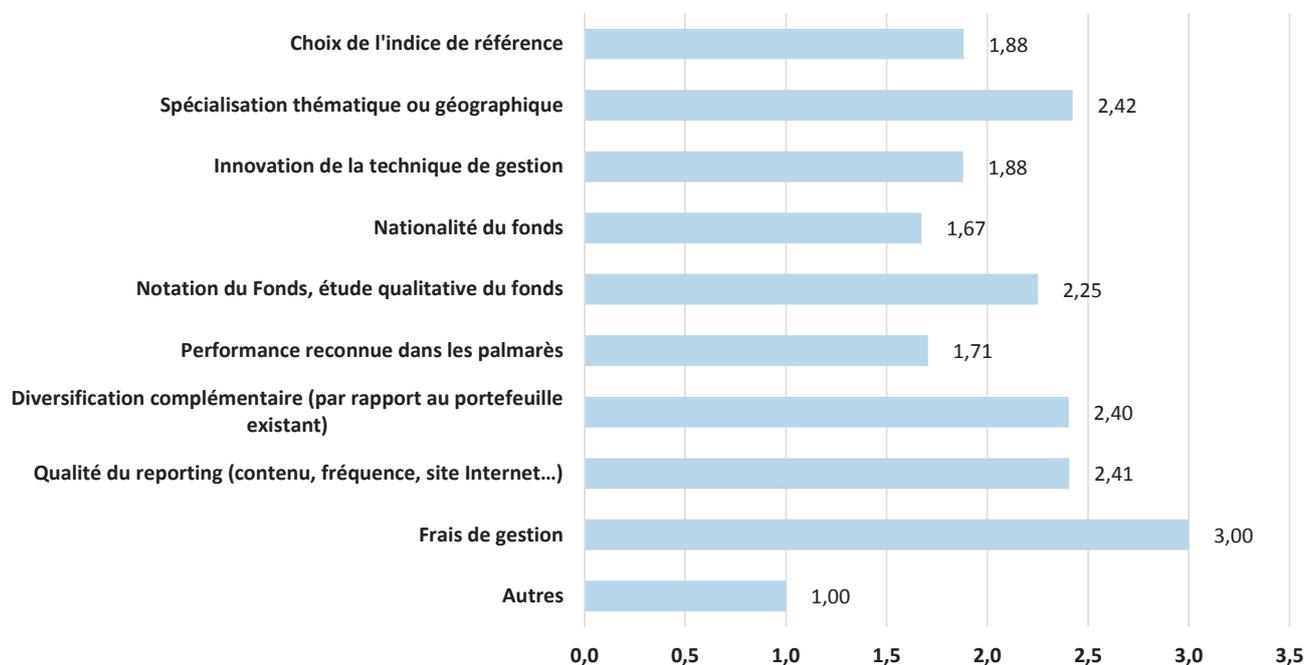
🔗 Quelle est l'importance de chacun des critères suivants dans la sélection des OPC ?

Les investisseurs institutionnels restent constants dans leurs exigences en matière de sélection des OPC. Il n'y a pas de changement significatif dans la hiérarchie des critères par rapport aux Enquêtes précédentes.

Le « *niveau des frais de gestion* » reste le premier critère regardé, suivi comme en 2019 par la « *spécialisation thématique ou géographique* ».

À noter une augmentation, de l'ordre d'un dixième, accordée à la « *qualité du reporting* » : la rubrique intègre tout autant le contenu que la fréquence, ou encore les modes d'accès – fichiers, métadonnées, accès Web, ...

IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LE CHOIX D'UN OPCVM (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



M Source : Enquête Af2i 2021

Moyens alloués

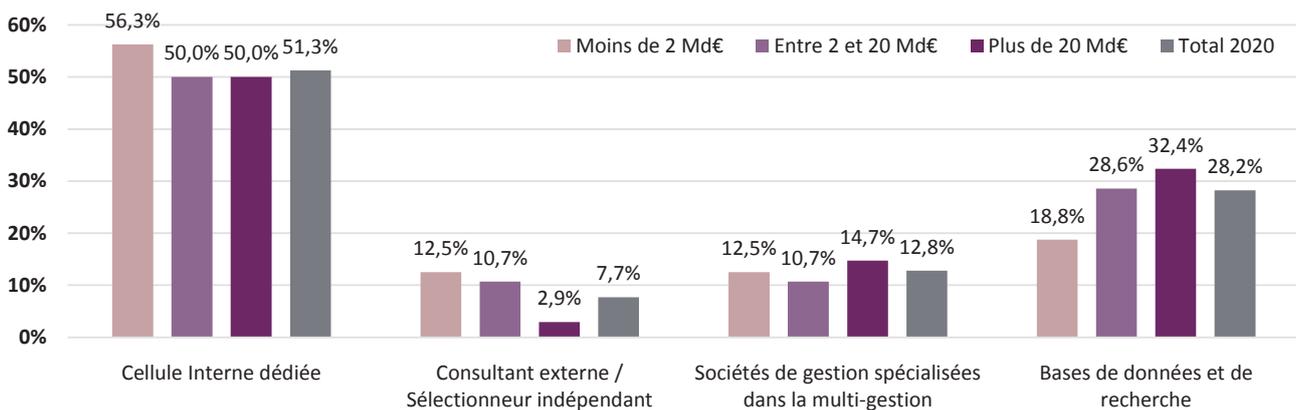
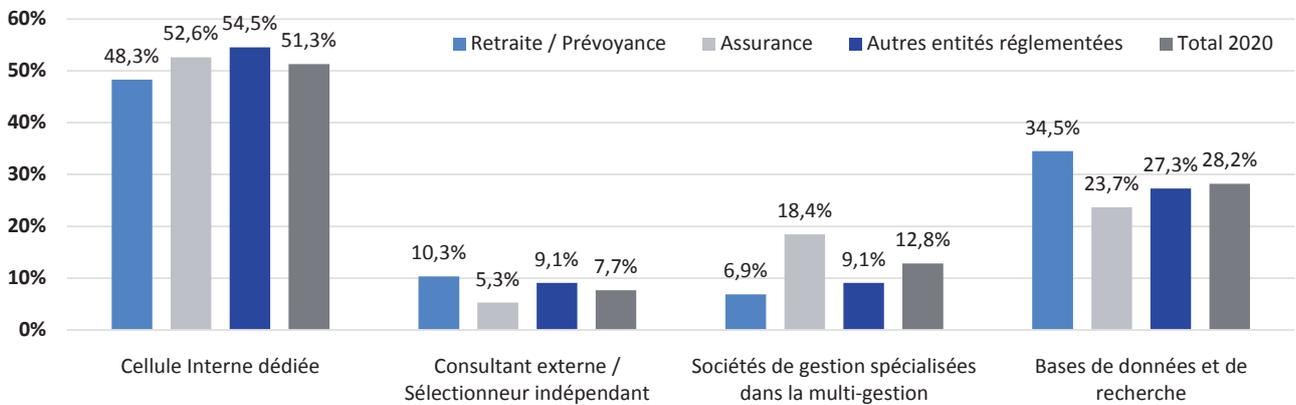
🔍 Quels sont les moyens alloués pour la sélection des OPC ?

De manière structurelle, l'existence d'une cellule interne dédiée reste la première solution privilégiée pour sélectionner et suivre les OPC (OPCVM et FIA).

Le recours aux consultants externes et aux sélectionneurs indépendants est en légère baisse par rapport à 2019 (de 9% à 8%), principalement du fait des entités réglementées, chez qui cet apport externe chute de 20% en 2019 à 9% en 2020.

Le recours aux sociétés de gestion spécialisées dans la multigestion est en baisse régulière depuis plusieurs années. La tendance se poursuit en 2020, avec une baisse de 15% à 13% avec un mouvement sensible pour les caisses de retraite et de prévoyance, de 13% en 2019 à 7% en 2020. En contrepartie, celles-ci ont plus largement recours aux bases de données et de recherche, à hauteur de 35% contre 30% en 2019. Mouvement identique pour les entités réglementées, pour lesquelles le recours à des bases a grimpé de 20% en 2019 à 27% en 2020.

**MOYENS ALLOUÉS POUR LA SÉLECTION DES OPCVM
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

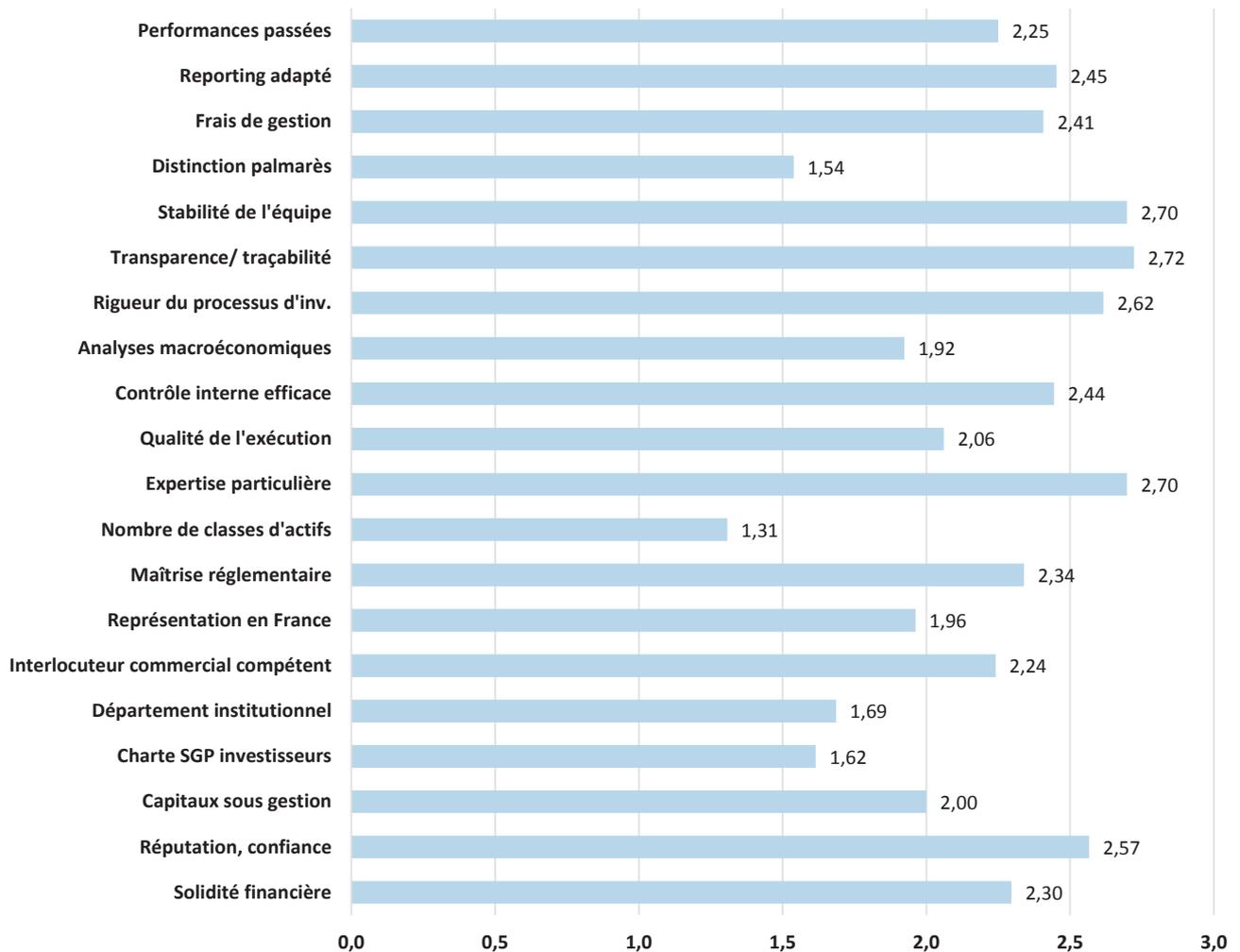
► Critères de sélection des sociétés de gestion

🔍 Quelle est l'importance de chacun des critères suivants lorsque vous sélectionnez des sociétés de gestion ?

Si les trois critères majeurs restent identiques au fil des années, l'ordre du tiercé gagnant évolue légèrement : « *Transparence / traçabilité* » arrive en tête, contre un second rang l'an passé, « *Stabilité de l'équipe* » et « *Expertise particulière* » viennent ensuite à égalité, alors que ce dernier facteur était assez largement prioritaire depuis trois ans.

Parmi les critères les moins significatifs, le « *nombre de classes d'actifs* » apporte la preuve que les sociétés de gestions spécialisées ont toute leur place dans l'écosystème. En outre, les « *distinctions palmarès* », pour flatteuses qu'elles soient à celui qui les reçoit, ne sont pas un critère discriminant de choix d'une société de gestion.

IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LE CHOIX DES SOCIÉTÉS DE GESTION (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



M Source : Enquête Af2I 2021

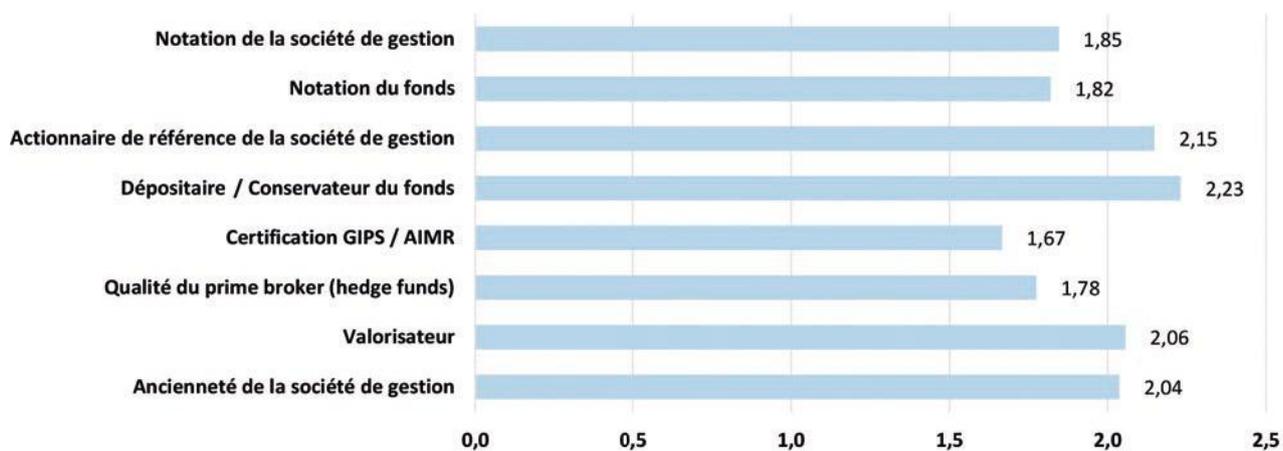
► Garanties de sécurité

🔗 Quels éléments constituent des garanties de sécurité importantes à vos yeux ?

Deux critères sont considérés comme des garanties de sécurité : le dépositaire / conservateur du fonds (il semblerait que les suites de l'affaire Lehman Brothers en 2008 aient laissé des traces) et l'actionnariat de référence de la société de gestion. Compte-tenu des

coûts croissants de fonctionnement d'un *asset manager*, l'adossement à un groupe solide, banque ou assurance, est considéré comme un gage de sécurité par les investisseurs finaux.

IMPORTANCE RELATIVE DES GARANTIES DE SÉCURITÉ
(PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)

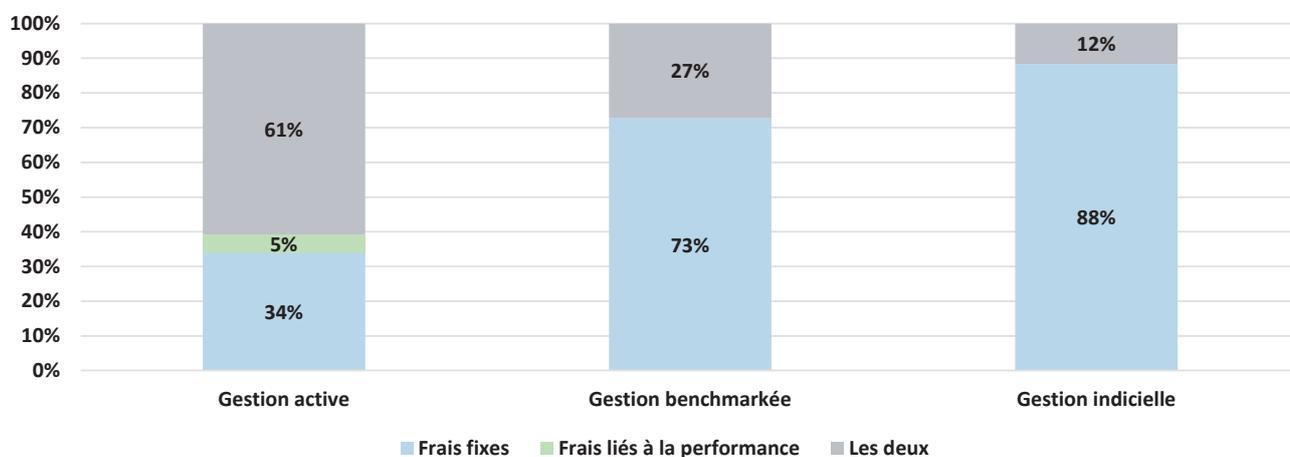


M Source : Enquête Af2i 2021

► Rémunération par type de gestion

🔍 Quelle rémunération pour quelle gestion ?

MODALITÉS DE RÉMUNÉRATION PAR TYPE DE GESTION
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

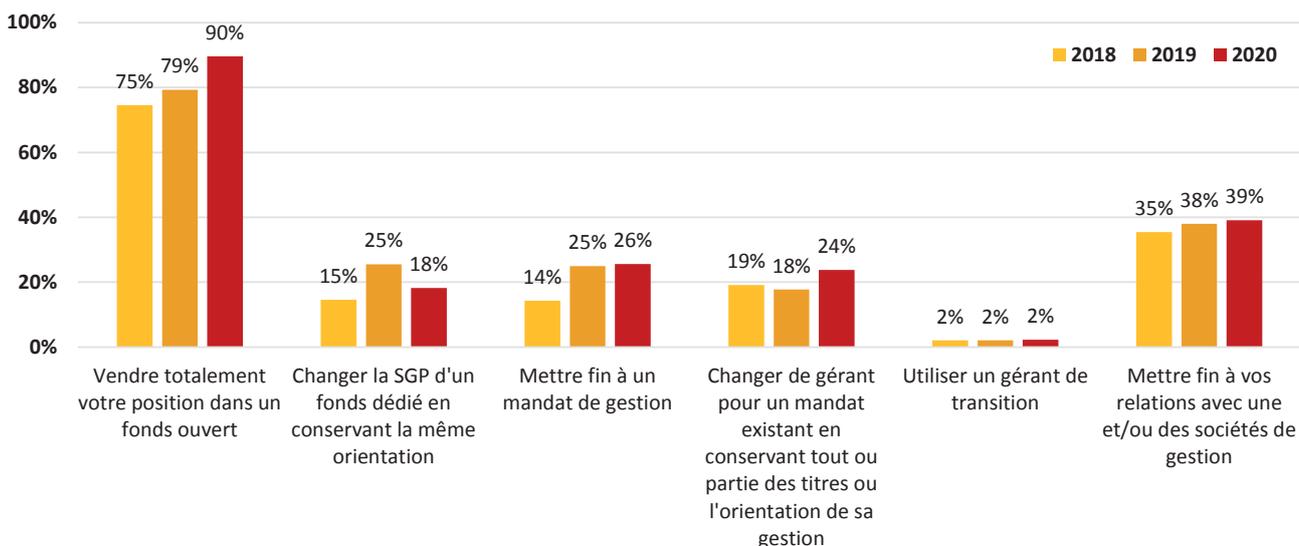
Tant pour la gestion benchmarkée que pour la gestion indicielle, la préférence des investisseurs se porte très largement sur une mécanique de frais fixes, à hauteur respectivement de 73% et 88%.

À l'inverse, sur la gestion active, les institutionnels sont prioritairement favorables (61%) à un mix entre frais fixes et frais liés à la performance.

► Cessation des relations avec des partenaires financiers

🔗 Dans vos relations avec les sociétés de gestion, vous est-il arrivé cette année de...

PART DES RÉPONDANTS QUI ONT CONNU LES SITUATIONS SUIVANTES
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



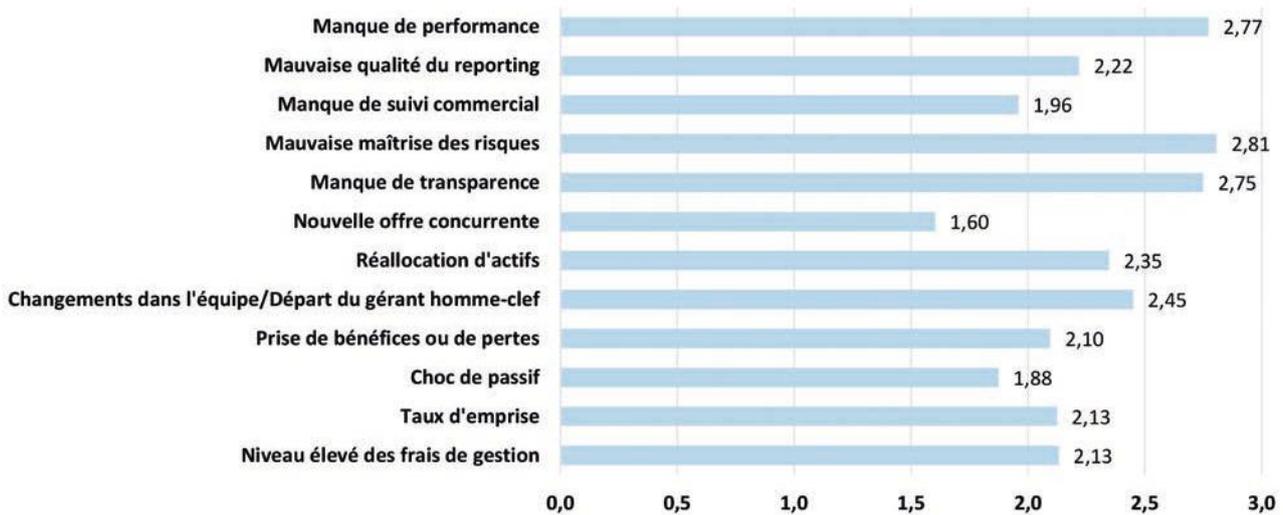
M Source : Enquête Af2i 2021

Très clairement, la situation la plus fréquente est celle de la vente totale des positions sur un fonds ouvert, qui grimpe à 90% en 2020, contre environ 80% les deux années précédentes. L'étude ne dit pas quels fonds sont concernés : est-ce des fonds monétaires, ou des OPC détenus avec une logique d'arbitrage ou de *market-timing*, auquel cas le mouvement est naturel, ou s'agit-il de fonds avec une détention théorique plus longue, dont la cession résulte d'une situation particulière, chez l'investisseur ou chez l'*asset manager* ?

Sans mouvements violents, il semblerait que la tendance au *turnover* avec les sociétés de gestion s'accroisse. Ceci peut être lié à des besoins sur les passifs, qui contraignent à ne pas renouveler certains mandats existants, ou à en clôturer certains prématurément. L'autre explication tient à la fusion ces dernières années de sociétés de gestion de taille significative : si les investisseurs avaient des encours importants chez les deux protagonistes de la fusion, ils seront tentés de réduire leur risque en diversifiant auprès d'autres contreparties : 1 + 1 n'est pas toujours égal à 2 en termes de conservation d'encours sous gestion.

🔍 Quelles sont les raisons qui vous poussent à céder un fonds ou mettre fin à un mandat ?

RAISONS QUI POUSSENT LES INVESTISSEURS À QUITTER LEURS PARTENAIRES FINANCIERS (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



M Source : Enquête Af2i 2021

Les mêmes causes produisent toujours les mêmes effets. Une « mauvaise maîtrise des risques » est le premier critère de divorce avec une société de gestion, légèrement devant le « manque de performance » et le

« manque de transparence ». Il y a, sauf problème, priorité à l'existant et à l'historique d'une relation : l'arrivée d'une nouvelle offre concurrente est le critère le moins discriminant pour quitter un partenaire société de gestion.

► Charte SGP/Investisseurs

🔍 L'Af2i est signataire de la charte SGP / Investisseurs, l'utilisez-vous ?

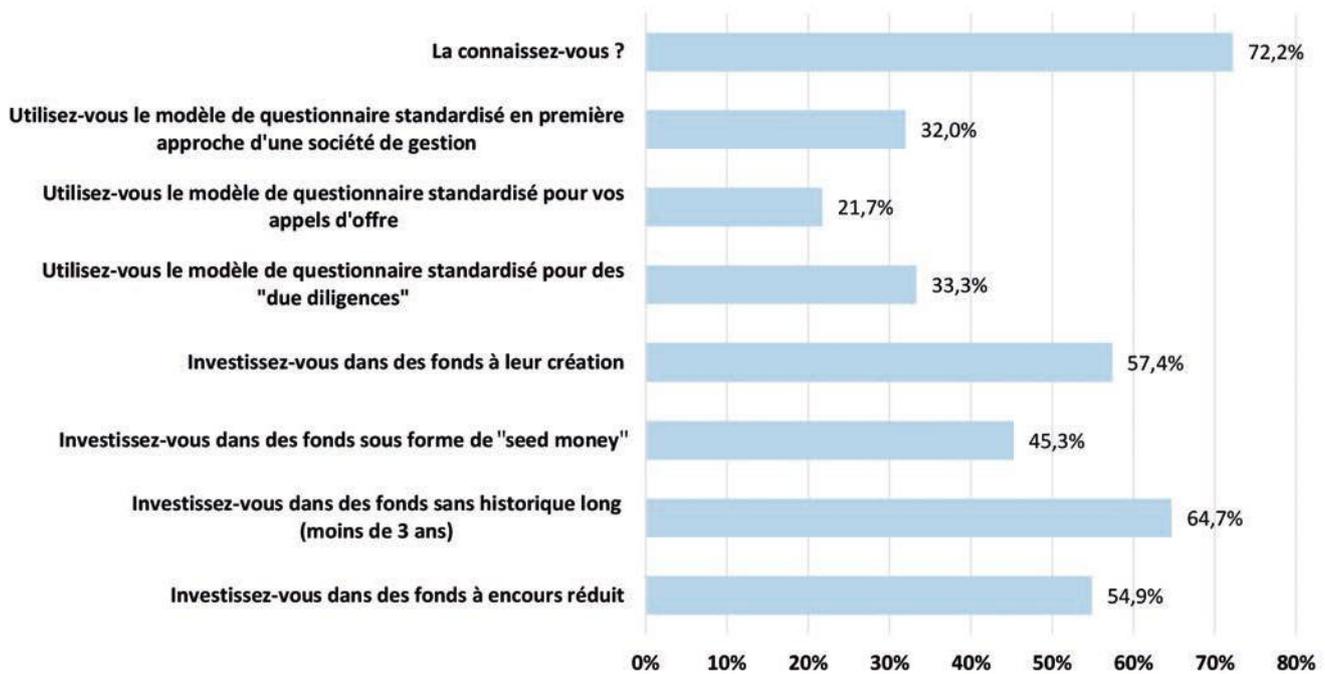
72% des investisseurs connaissent la « Charte SGP » co-écrite par l'AFG et l'Af2i. On serait tenté de dire « seulement » : ils étaient 78% en 2019.

La jeunesse des fonds, qui a longtemps constitué un blocage à l'entrée, n'en est plus un. Il est vrai qu'avec les nouvelles classes d'actifs, des véhicules récents sont apparus, éventuellement avec des procédures de *closing* : soit on rentre dans les phases prévues, soit

on reste durablement en dehors. 57% des répondants investissent dans des fonds à leur création, et 65% sur des fonds ayant un historique de moins de trois ans.

À l'inverse, les questionnaires standardisés proposés dans la Charte ne sont pas devenus des références en tant que tels : seulement 22% utilisent le questionnaire proposé pour les appels d'offres, et 32% utilisent le modèle de *due diligence*, lors d'une première prise de contact avec une société de gestion.

UTILISATION DE LA CHARTE SGP / INVESTISSEURS (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

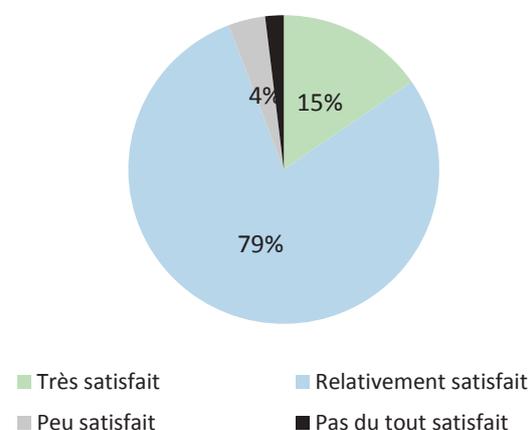
Qualité des relations avec les sociétés de gestion

Globalement, diriez-vous que dans votre relation avec les sociétés de gestion vous êtes :

Globalement, les sociétés de gestion peuvent être rassurées : 79% des 67 répondants à l'Enquête Af2i se déclarent relativement satisfaits de leurs relations avec les sociétés de gestion avec lesquelles ils travaillent, et 15% se déclarent même très satisfaits.

Les insatisfaits, — peu ou pas du tout satisfaits —, restent à un niveau inférieur à 5%.

NIVEAU DE SATISFACTION DES INVESTISSEURS DE LEURS RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2021

Conclusions de l'Enquête Af2i 2021

La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, et les discussions sur les modalités de sortie qui se sont éternisées, ont renforcé chez les investisseurs institutionnels la volonté de consolider et de renforcer l'écosystème français. Les institutionnels interrogés se sont montrés sensibles à la présence, chez les sociétés de gestion qu'ils sélectionnent, d'équipes à Paris, francophones, et ayant de bonnes bases de compréhension des environnements réglementaires des différentes catégories d'investisseurs de long terme.

Cette perception francophile n'est pas antinomique dans l'esprit des répondants avec le fait que les occasions manquées ces dernières années imposent de repenser la vision européenne dans les domaines financiers pour les années à venir, de renforcer les marchés de capitaux de l'Union européenne et de développer une coopération européenne robuste, dans toutes les composantes de la gestion d'actifs, pour les institutionnels et pour les épargnants. C'est la suffisance de l'épaisseur stratégique d'un système qui lui permet de survivre et de reprendre l'ascendant. Le système français sera d'autant plus efficient qu'il aura pour assise une forte collaboration européenne.

Pour les mois et les années qui viennent, l'enjeu économique sera celui de la relance et du soutien de l'économie. Notre pays dispose d'un vivier d'investisseurs de long terme : compagnies d'assurance, caisses de retraite, mutuelles, et acteurs de la sphère publique. Ils doivent pouvoir conforter leur stratégie d'investissement en s'appuyant sur les expertises des partenaires sociétés de gestion : cela concerne la profondeur de l'offre en classes d'actifs et en véhicules d'investissement proposés, mais aussi la rigueur des processus de contrôle des risques, et la qualité des *reporting* de restitution.

Tous, acteurs institutionnels et sociétés de gestion, sont désormais structurellement engagés dans une dynamique de finance durable et responsable. Ils sont donc naturellement impliqués dans la dynamique de financement de l'économie réelle, et auront un rôle clef de stabilisateurs et de soutien pérenne aux entreprises.

Dans ce contexte, l'Af2i restera fidèle à ses missions, en synergie avec ses Membres Actifs et de ses Membres Partenaires, **dans l'esprit de la raison d'être dont s'est dotée l'Association début 2021 :**

« Placer le long terme au cœur des dispositifs économiques, sociaux et financiers »



Pour la seconde année, ont été réunis en un seul dossier l'Enquête Af2i et ce qu'il était coutume de publier sous le libellé « Panorama ».

Cette dernière partie est réalisée en collaboration avec l'OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne) et l'Af2i, entre février et mai 2021, sur la base des données disponibles à cette période. Les sources sont multiples : Eurostat, OCDE, EIOPA, Système européen des comptes, comptabilités nationales de différents pays européens,...

L'Af2i tient à remercier tout particulièrement Gérard RAMEIX, président de l'OEE, sans oublier son prédécesseur, Jacques de LAROSIÈRE, qui avait, avec Jean EYRAUD, su instaurer une collaboration pérenne entre OEE et Af2i. L'étude présentée ci-après a été réalisée en majeure partie par Grégoire NAACKÉ, avec l'assistance de Laëticia GABAUT, dans le cadre d'échanges suivis avec Christophe NIJDAM et Sylvie MALÉCOT, pour l'Af2i.

L'objectif est de permettre une comparaison entre les décisions d'investissements des institutionnels français, telles que décrites dans l'Enquête, et celles de leurs homologues européens.

Les allocations d'actifs des institutionnels européens sont analysées à l'aune des contraintes spécifiques à chaque catégorie, mais également en relation avec les différents produits d'épargne longue qu'ils commercialisent, et avec les systèmes de retraites complémentaires des principaux pays européens. Partout, la réglementation a pris une importance croissante depuis deux décennies, et instaure des niveaux superposés de sécurités et de contrôles, qui peuvent être perçus comme des freins.

Dans le prolongement de ce qui a été fait l'an passé, Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Pays-Bas et Suède font l'objet d'un focus détaillé.

Une attention particulière a été portée sur les produits d'épargne retraite gérés par des investisseurs institutionnels, tels qu'ils sont définis par l'Af2i : ce sont principalement des produits gérés par les compagnies d'assurance et fonds de pension. En termes de piliers, il s'agit de produits de type Piliers 2 et 3.

Dans les conclusions de l'OEE, on retiendra combien l'épargne des ménages joue un rôle essentiel dans nos économies où les États, comme les entreprises, ont d'importants besoins de financement. Pendant la crise de la Covid-19 qui a frappé le monde depuis le début 2020, les flux d'épargne engendrés par les mesures de confinement ont, à côté des interventions des banques centrales, permis aux entreprises et aux États de continuer de trouver les sources de financement dont elles avaient besoin sur les marchés financiers.

Les conséquences de la crise sanitaire, et les enjeux de la phase de relance qui arrive, doivent conduire à réfléchir aux modèles les plus pertinents et les plus pérennes pour les axes de développement de l'épargne, et à redonner aux institutionnels les libertés réglementaires d'une gestion d'actifs conforme avec un horizon d'investissement de long terme.

08. Panorama européen

Épargne de long terme des ménages et placements des investisseurs institutionnels

► Préambule méthodologique

Nous allons, dans cette section, comparer les placements des investisseurs institutionnels français avec ceux des investisseurs institutionnels des autres pays d'Europe, plus particulièrement l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suède.

Les placements pris en compte sont les placements :

- des compagnies d'assurance ;
- des fonds de pension ;
- des fonds de sécurité sociale ;
- des investisseurs de long terme publics ou parapublics.

Pour les compagnies d'assurance, les fonds de pension, et les fonds de sécurité sociale nous utilisons en premier lieu les données de comptabilité nationale qui ne prennent en compte que les placements financiers.

Dans le système européen des comptes SEC 2010⁽¹⁾, le secteur des compagnies d'assurance (S128), regroupe « toutes les sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques, principalement sous la forme d'activités d'assurance directe ou de réassurance ».

Pour les obligations détenues par les compagnies d'assurances, nous utilisons les statistiques de l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) qui permettent d'obtenir une granularité plus fine avec une distinction entre les obligations d'État, les obligations d'entreprise et les obligations structurées et sécurisées.

Les statistiques de l'EIOPA permettent également d'obtenir des statistiques sur les placements immobiliers des compagnies d'assurances.

Les fonds de pension (S129) sont définis dans le SEC 2010 comme « les sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation des risques et des besoins sociaux des assurés (assurance sociale). Les fonds de pension, en tant que régimes d'assurance sociale, assurent des revenus au moment de la retraite (et souvent des allocations de décès et des prestations d'invalidité) ». Il s'agit à la fois de fonds de pension professionnels et non professionnels. Les statistiques de l'EIOPA permettent par ailleurs d'obtenir une granularité plus fine des placements des fonds de pension professionnels et d'obtenir des statistiques sur les placements non financiers.

En moyenne, les placements des compagnies d'assurance et des fonds de pension représentent près de 90% des placements totaux des investisseurs institutionnels.

(1) <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925793/KS-02-13-269-FR.PDF/cfd0cb42-e51a-47ce-85da-1fbf1de5c86c>

Comme décrit dans le SEC 2010, le secteur des administrations de sécurité sociale (S.1314) réunit « *les unités institutionnelles centrales, fédérées et locales dont l'activité principale consiste à fournir des prestations sociales et qui répondent aux deux critères suivants :*

- a. *certains groupes de la population sont tenus de participer au régime ou de verser des cotisations en vertu des dispositions légales ou réglementaires ;*
- b. *indépendamment du rôle qu'elles remplissent en tant qu'organismes de tutelle ou en tant qu'employeurs, les administrations publiques sont responsables de la gestion de ces unités pour ce qui concerne la fixation ou l'approbation des cotisations et des prestations.*

Il convient de noter qu'il n'existe habituellement aucun lien direct entre le montant des cotisations versées par un individu et les risques auxquels il est exposé. »

La frontière entre les fonds de pension autonomes et les fonds qui relèvent des « administrations de sécurité sociale » n'est pas toujours définie de manière totalement homogène par les comptes nationaux des différents pays. Normalement, ne figurent dans les fonds de sécurité sociale que les régimes de retraite imposés, contrôlés et financés par une administration publique. À titre d'exemple, en France, l'ERAFP est ainsi considéré comme appartenant aux administrations de sécurité sociale, bien que ses principes de fonctionnement l'apparentent aux fonds de pension.

Enfin, les investisseurs de long terme publics sont un compartiment particulier de l'investissement institutionnel. Ils n'ont été identifiés comme tels que dans quelques pays, et à chaque fois le secteur est composé d'une seule institution, de statut bancaire mais à capitaux publics.

Les institutions prises en compte sont la *Cassa Depositi e Prestiti* italienne, la Caisse des Dépôts française, *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) en Allemagne et *Instituto de Crédito Oficial* en Espagne.

Le poids relatif de la *Cassa Depositi e Prestiti* (7%) place cette institution en tête selon le critère du poids relatif de ses actifs dans le total des investissements institutionnel de son pays.

Les investisseurs institutionnels français, tels qu'ils sont définis par l'Af2i, jouent un rôle clef dans le financement des retraites de manière directe, en gérant les fonds de

retraite publics, ou indirecte, en collectant l'épargne de long terme des ménages. C'est pourquoi, nous proposons également d'analyser dans cette section de manière plus fine les systèmes de retraite complémentaires.

Enfin, nous regardons aussi dans cette section la composition de l'épargne des ménages afin de mieux comprendre comment dans les différents pays les ménages épargnent notamment sur le long terme et en vue de préparer leur retraite.

Les 6 pays sélectionnés pour cette section de mise en perspective internationale (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Pays-Bas et Suède) l'ont été pour les raisons suivantes :

1. Avec la France, ils représentent près de 90% du produit intérieur brut (PIB) de l'ensemble des pays de la zone euro. Par ailleurs, nous estimons que le montant total des placements des sociétés d'assurance et fonds de pension des six pays sélectionnés, plus la France, comptent pour plus de 95% des placements de l'ensemble des sociétés d'assurance et fonds de pension de la zone euro.
2. Ils présentent des modèles de financement des retraites différents. Le Conseil d'orientation des retraites (COR) dans son panorama sur les systèmes de retraite en France et à l'étranger⁽²⁾ distingue trois groupes de pays en fonction de la construction institutionnelle des régimes de retraite et de l'« effort contributif » demandé aux salariés.
 - a. Les Pays-Bas font partie du premier groupe de pays, où l'effort contributif est pris en compte forfaitairement et où la taille du système public est faible.
 - b. La Suède fait partie du second groupe de pays, où l'effort contributif est pris en compte de façon directe ou indirecte, mais avec une taille relativement faible du système public : les fonds privés y sont également développés.
 - b. L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et Italie font partie, avec la France, du troisième groupe de pays, où le système public est contributif et assez important et où les fonds privés interviennent peu.

(2) Conseil d'orientation des retraites (COR) - *Panorama des systèmes de retraite en France et à l'étranger* - Quinzième rapport - 17 décembre 2020 : https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport_international_2020.pdf

3. Ils possèdent des systèmes de retraite de base, collectives et obligatoires différents. Là aussi, le COR distingue plusieurs groupes de pays selon l'unicité ou la multiplicité de régimes obligatoires.
- L'Italie a un régime caractérisé par des règles uniformes pour toutes les catégories d'assurés.
 - Les Pays-Bas et la Suède ont des régimes formellement distincts pour les fonctionnaires, mais avec des règles communes d'âge de départ à la retraite,

de modalités de calcul de la pension et de taux de cotisations.

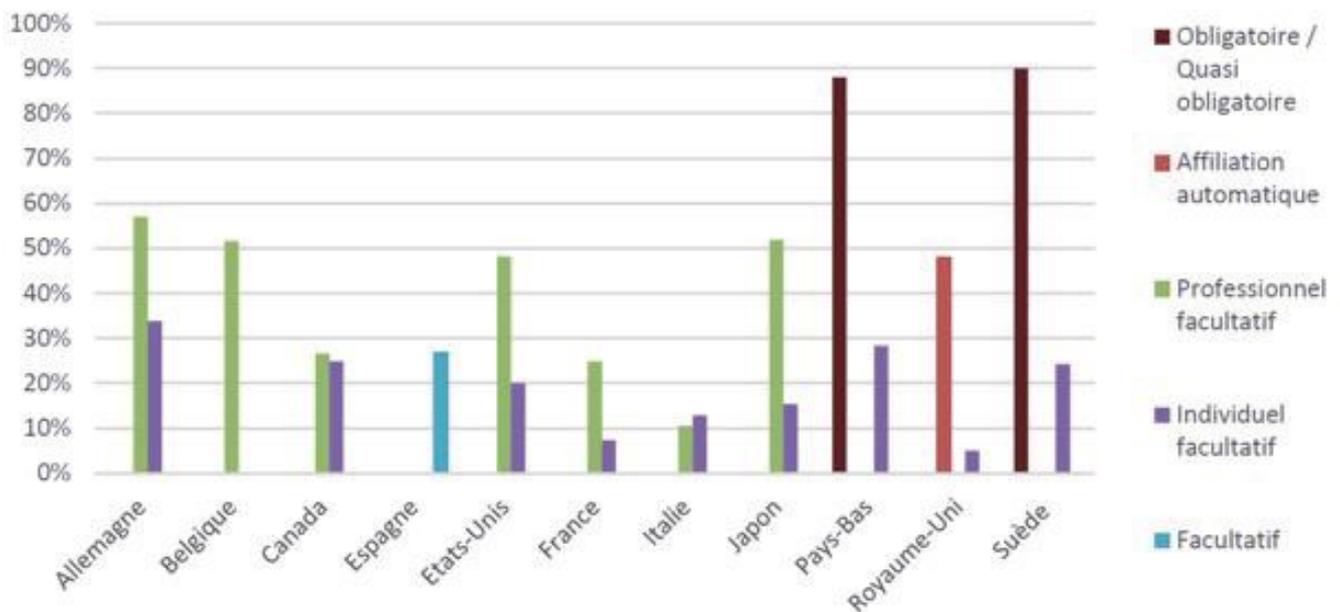
c. L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et la France possèdent plusieurs régimes, chacun avec des règles propres en termes d'âges de départ à la retraite, de modalités de calcul de la pension ou de taux de cotisations.

Focus sur les produits d'épargne retraite complémentaire

Tous les pays sont touchés par le vieillissement de la population et la nécessité d'adapter le système de retraite public et de développer ou renforcer les mécanismes d'épargne retraite complémentaires.

Nous concentrons notre attention sur les produits d'épargne retraite gérés par des investisseurs institutionnels, tels qu'ils sont définis par l'Af2i. Il s'agit principalement des produits gérés par les compagnies

TAUX DE COUVERTURE DES TRAVAILLEURS PAR DES FONDS DE PENSION OU DES PLANS D'ÉPARGNE RETRAITE PRIVÉS, EN 2019



Source : OCDE, Pension markets in focus 2020

Notes : Les taux de couverture sont calculés en pourcentage de la population en âge de travailler (15-64 ans) sauf en Allemagne où ils sont calculés en pourcentage des 15-64 ans qui acquittent des cotisations sociales. Pour l'Italie, l'affiliation professionnelle volontaire inclut également les individus couverts par des plans à affiliation par défaut. Les données sont celles de 2019, sauf : 2018 pour la Belgique, le Canada et la France ; 2017 pour l'Espagne et les États-Unis ; 2015 pour l'Allemagne et la Suède. Pour la Suède, ne figure pas le taux de couverture du régime de base en capitalisation (PPM) qui s'élève à 100%. Pour la France, ne figurent pas le RAFP et la CAVP, qui entrent dans le champ des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite privés obligatoires, mais pour lesquels l'OCDE n'a pas de données.

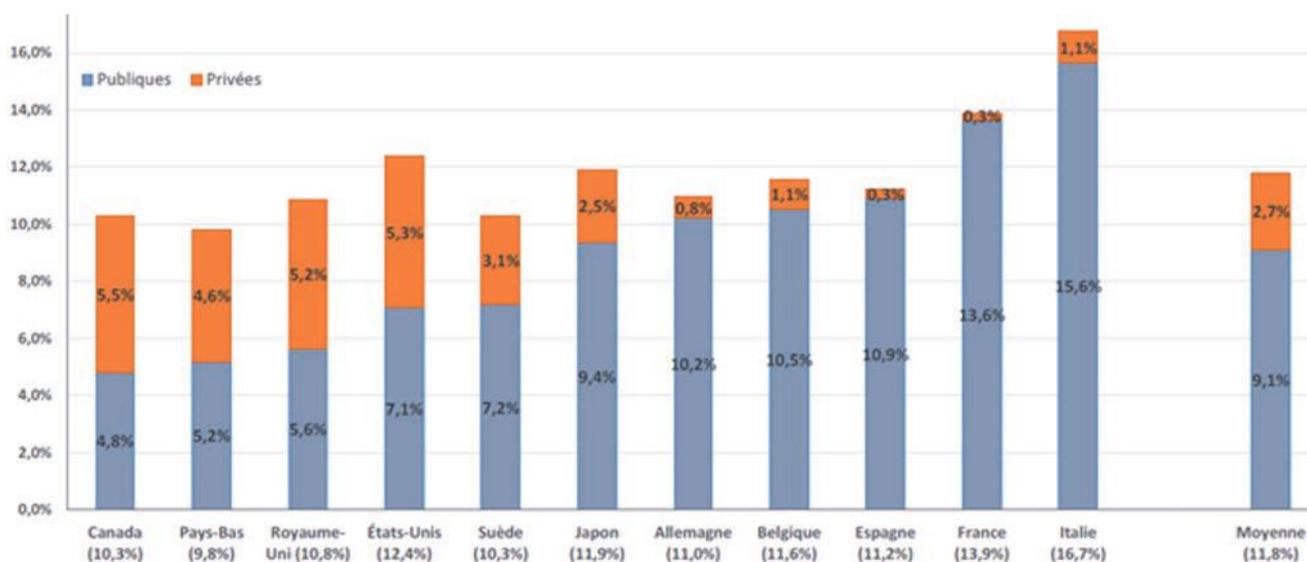
d'assurance et fonds de pension. En termes de piliers, il s'agit de produits de type pilier 2 et 3. Comme nous allons le voir, ces produits d'épargne retraite, comme le Plan d'épargne retraite en France, peuvent être souscrits soit à titre individuel ou dans le cadre professionnel. Parfois le même support d'épargne peut être abondé à la fois de manière volontaire et individuelle et de manière obligatoire dans le cadre professionnel.

Étant donnée, comme nous l'avons souligné précédemment, la diversité des modèles de financement des retraites parmi les pays de notre échantillon, les taux de couverture des travailleurs par des fonds de pension ou plans d'épargne retraite privés sont également très différents d'un pays à l'autre. Seulement aux Pays-Bas et en Suède les travailleurs sont majoritairement

couverts par des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite privés obligatoires ou quasi obligatoires. Dans les pays où le système de retraite public par répartition est généreux, comme la France, l'Italie ou l'Espagne, relativement peu de travailleurs sont couverts par des produits d'épargne retraite complémentaires facultatifs.

Il résulte également de la diversité des modèles de financement des retraites, des écarts entre les pays en ce qui concerne la part des dépenses de retraite (publiques et privées) dans le PIB. L'Italie et la France, se distinguent par un poids relativement important des dépenses publiques de retraite dans le PIB. C'est le corollaire de la relative générosité de leur système de retraite publique obligatoire.

PART DES DÉPENSES DE RETRAITE (PUBLIQUES ET PRIVÉES) DANS LE PIB EN 2017

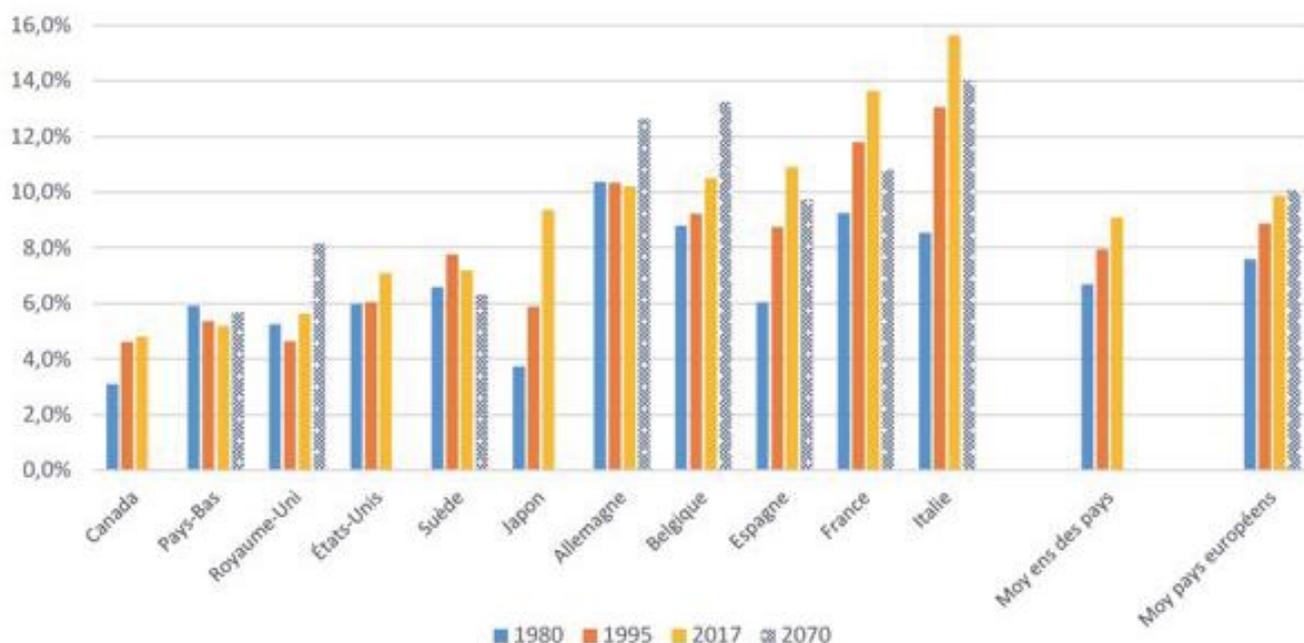


Source : calculs SG-COR à partir de la base de données des dépenses sociales de l'OCDE (SOCX)

Lecture : en 2017, les dépenses de retraite (publiques et privées) représentent 10,3% du PIB au Canada, soit moins que la moyenne constatée dans les pays suivis par le COR (11,8%). Les dépenses de retraite publiques constituent moins de la moitié des dépenses totales de retraite dans ce pays et représentent 4,8% du PIB, contre 9,1% dans l'ensemble des pays suivis par le COR.

Note : les pays sont classés par ordre croissant de la part des dépenses publiques de retraite dans le PIB en 2017.

PART DES DÉPENSES DE RETRAITE PUBLIQUES DANS LE PIB OBSERVÉE ET PROJÉTÉE



Source : OCDE, Pension markets in focus 2020

Note : les pays sont classés par ordre croissant de la part des dépenses publiques de retraite dans le PIB en 2017.

Sources : base de données des dépenses sociales de l'OCDE (SOCX) et calculs SG-COR à partir de Commission européenne, The 2018 Ageing Report – Cross-country tables, mai 2018. Ne figure pas le taux de couverture du régime de base en capitalisation (PPM) qui s'élève à 100%. Pour la France, ne figurent pas le RAFF et la CAVP, qui entrent dans le champ des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite privés obligatoires, mais pour lesquels l'OCDE n'a pas de données.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES PRODUITS D'ÉPARGNE RETRAITE COMPLÉMENTAIRES VOLONTAIRES

Pays	Produit	Date de création	Souscription (% population)	Encours (Md€)
DE	Contrats « Riestar »	2002	16.4 millions de contrats à fin 2020	NA
	Contrats « Rürup »	2005	NA	NA
	Fonds de pension et contrats d'assurance-vie privés	NA	71 millions de contrats à fin 2018	2 044 Md€
BE	Fonds de pension – Assurance Groupe (Pilier 2)	1985	3,8 millions d'individus couverts à fin 2018	107,7 Md€ à fin 2018
	Épargne pension et Plans d'épargne de long terme	1987	2 actifs sur 3 couverts par au moins un produit à fin 2018	NA
ES	Fonds de pension individuels	NA	7,6 millions de contrats appartenant à 6,5 millions d'individus	73 Md€
	PPA (Planes de Previsión Asegurados)	NA	959 900 personnes assurées	12,5 Md€
IT	Fonds de pension individuels (PIP) (Pilier 3)	1993	8,3 millions d'individus couverts par au moins un produit à fin 2019	35,5 Md€
	Fonds de pension ouverts et contractuels (Pilier 2)	1993		78,9 Md€
NL	Compte bancaire d'épargne retraite « pensioensparen »	NA	Selon l'office national de statistiques, les produits du pilier 3 ne représentent que 6% des droits à pension acquis des ménages néerlandais	
	Assurance retraite	NA		
SE	Fonds de pension individuels (IPS)	NA	34,5%	NA
	Contrats d'assurance retraite individuels	NA		NA

► Panorama des investisseurs institutionnels en Europe

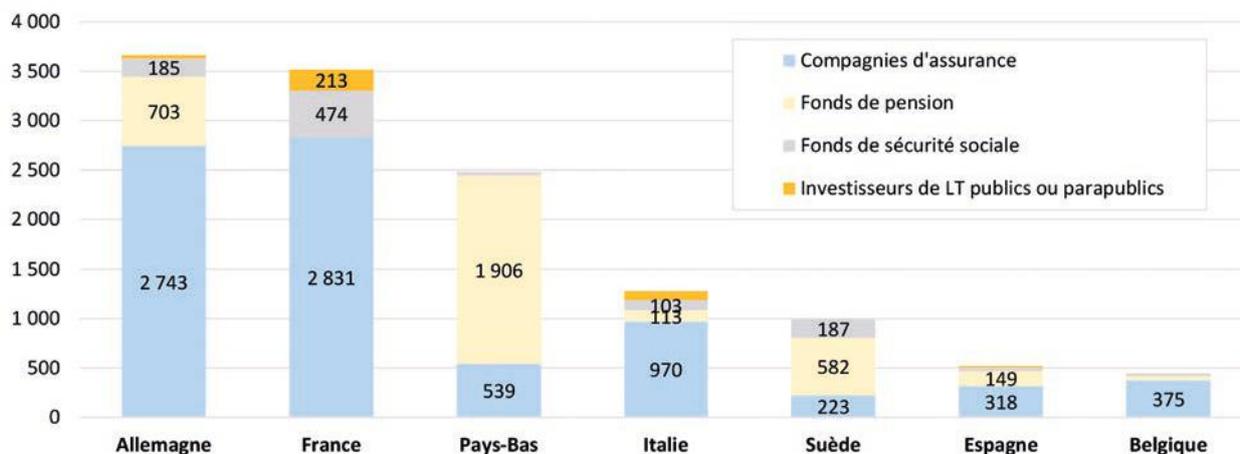
L'Allemagne et la France sont les deux premiers pays d'Europe en termes d'encours total des placements des investisseurs institutionnels. Ceci s'explique notamment par le poids particulièrement important du secteur de l'assurance et des produits d'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages pour la France.

Pour la France, les encours d'actifs pris en compte dans l'Enquête Af2i s'élevaient à 2 630 Md€ (y compris les contrats en unités de compte) à fin 2020. Ce chiffre est à rapprocher des 3 518 Md€ reportés dans le graphique suivant (graphique 1) qui constituent l'ensemble des

actifs des investisseurs institutionnels en France. Les chiffres reportés dans cette section n'adoptent toutefois pas exactement la même définition de l'investisseur institutionnel que celle de l'Af2i. Par ailleurs, les capitaux investis en assurance-vie en unités de compte sont ici pris en compte en France et dans les autres pays.

Les fonds de pension sont plus importants dans les pays où le système public de retraite obligatoire par répartition est moins généreux comme les Pays-Bas et la Suède.

PLACEMENTS FINANCIERS* DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN EUROPE (MD€)



Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, EIOPA, investisseurs de long terme publics ou parapublics. Compilation et calculs IEM Finance. Données relatives à l'année 2019 pour les fonds de sécurité sociale sauf pour la Belgique, l'Espagne et la Suède.

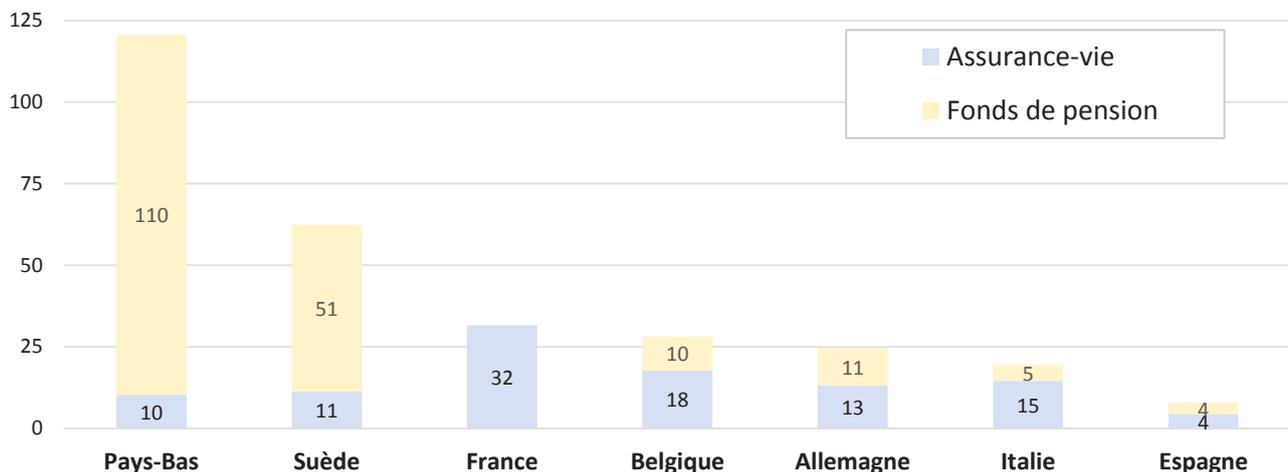
* Pour les compagnies d'assurance, les placements immobiliers sont également pris en compte (source EIOPA).

► L'épargne des ménages et le rôle joué par les investisseurs institutionnels

Pour comprendre l'importance des différents types d'investisseurs institutionnels dans les différents pays d'Europe, il convient de regarder quelle est la composition de l'épargne des ménages. Finalement, ce sont principalement les ménages qui, par leur épargne, apportent de manière directe ou indirecte les fonds nécessaires

au financement de l'économie. En France par exemple, c'est en grande partie l'importance des contrats d'assurance-vie dans le patrimoine des ménages qui explique le poids si important du secteur de l'assurance dans le pays.

**ENCOURS DES AVOIRS DES MÉNAGES PAR HABITANT
SOUS FORME DE CONTRATS D'ASSURANCE-VIE ET FONDS DE PENSION
(MILLIERS D'EUROS PAR HABITANT)**

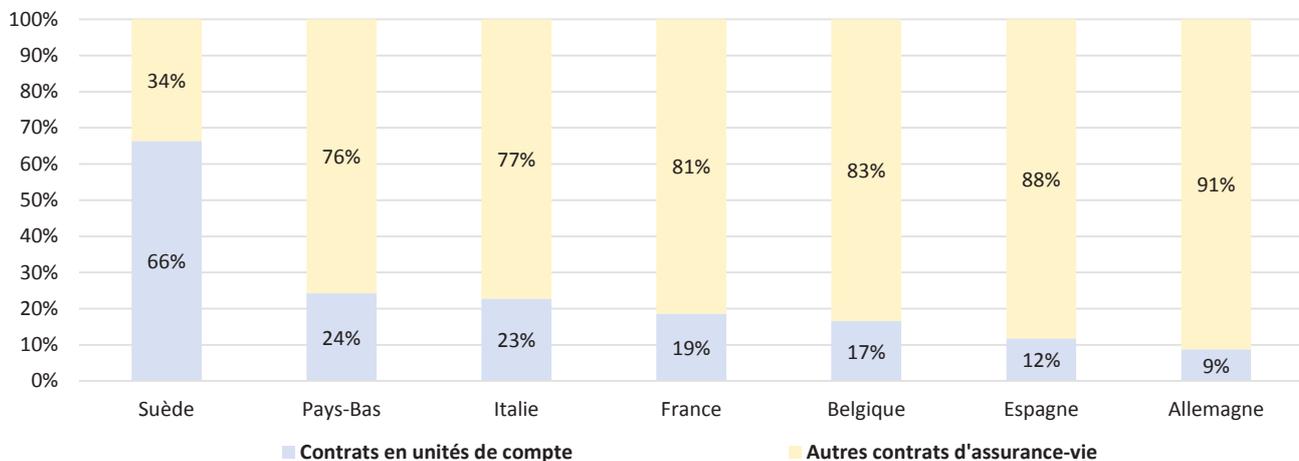


Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données relatives à l'année 2019.

Il convient toutefois de noter que les contrats d'assurance-vie détenus par les ménages regroupent un nombre important de produits qui peuvent varier de manière significative dans leur forme d'un pays à l'autre.

Ils peuvent prendre la forme de contrats individuels ou collectifs et peuvent être accompagnés d'une assurance décès, être des simples produits d'épargne ou une combinaison des deux. Ils peuvent être liés au support d'investissement (contrats en unités de compte) ou non.

RÉPARTITION DES PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE-VIE EN FONCTION DU TYPE DE CONTRATS (% DU TOTAL À FIN 2020)



Source : EIOPA, Insurance statistics, compilation et calculs IEM Finance

Dans les pays où la culture de l'investissement en actions est plus forte, comme la Suède, le poids des contrats d'assurance vie en unités de compte est plus important. En effet, en Suède le poids des contrats en unités de

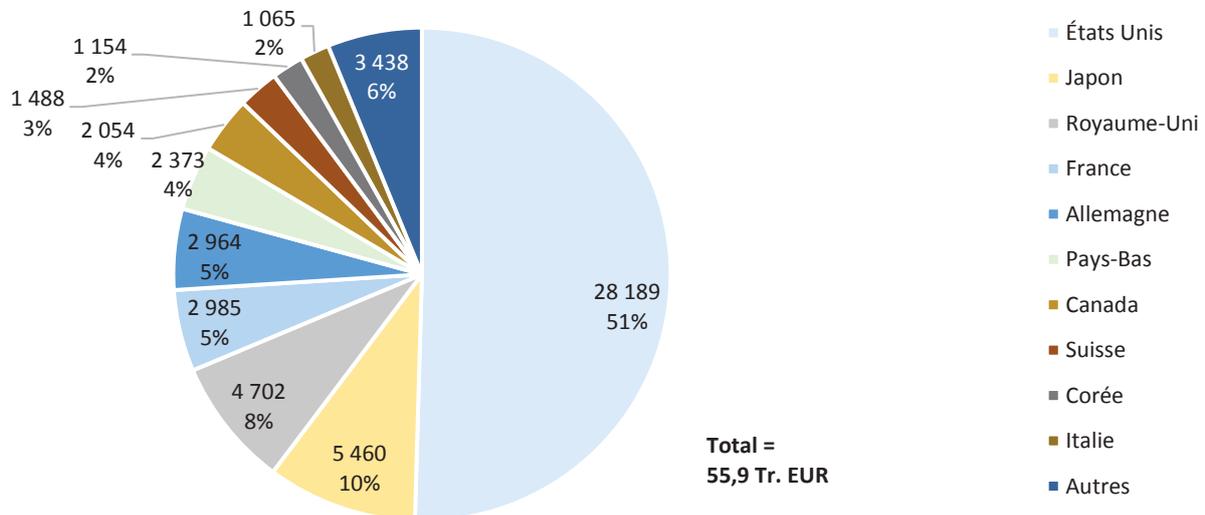
compte dans le total des provisions techniques d'assurance-vie (66 %) est plus de 3 fois supérieur à ce qui est observé en France (19%).

Les investisseurs institutionnels dans le reste du monde

La définition des investisseurs institutionnels ici retenue est, de source OCDE, l'ensemble consolidé des sociétés d'assurance et des fonds de pension autonomes. Elle ne comprend pas ni les investisseurs de long terme publics ou parapublics, ni les États-Unis pour lesquels on ne dispose pas de données spécifiques. Les données de l'OCDE sont fournies en dollars et ne sont disponibles que pour le troisième trimestre 2020. La différence de source et de définition ainsi que la période et la conversion en euro expliquent l'écart, notamment pour la France (2 986 Md€) et l'Allemagne (2 964 Md€), par rapport aux chiffres reportés dans le graphique plus haut sur les placements financiers des investisseurs institutionnels en Europe.

Par ailleurs, comme nous l'avons rappelé dans le préambule méthodologique, nous utilisons dans cette étude les statistiques de l'EIOPA pour la valeur de marché des placements obligataires et immobiliers des compagnies d'assurance tandis que l'OCDE utilise les données de comptabilité nationale. Ceci amène des différences relativement importantes pour l'Allemagne et la Suède, sans doute expliquées par la méthode de valorisation utilisée par les comptes nationaux dans ces deux pays. Les statistiques de l'EIOPA, directement fournies par les compagnies d'assurance elles-mêmes nous semblent plus fiables pour cet indicateur et plus proches de ce qui est demandé aux membres de l'Af2i dans le cadre de la présente enquête annuelle.

ENCOURS DE PLACEMENTS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE MONDE (Q3 2020 - MD€)



Source : OCDE Institutional Investors' Assets and Liabilities. Données à fin juin 2018 pour les États-Unis et à fin juin 2020 pour le Canada et la Corée.

La France et l'Allemagne, dont les encours de placements des investisseurs institutionnels sont très proches, restent respectivement en quatrième et

cinquième position avec un poids relatif des placements des investisseurs institutionnels égal à 5% du total mondial pour chacun des deux pays.

► Les spécificités nationales

Allemagne

Même si c'est moins marqué qu'en Italie, en Espagne ou en France, le système de retraite allemand repose en premier lieu sur le régime de retraite public obligatoire (pilier 1). Le taux de remplacement brut des pensions pour les hommes, égal à 38,7%⁽³⁾, est inférieur à la moyenne des pays de l'Union européenne (52%) et encore plus bas par rapport à ce qui est observé en Italie (79,5%), en Espagne (72,3%) ou en France (60,1%).

Comme dans les autres pays où les régimes de base offrent une couverture relativement large aux personnes

âgées, les régimes professionnels complémentaires en capitalisation représentent une part beaucoup plus faible des revenus des retraités.

(3) OECD iLibrary | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)

Comme aux États-Unis, l'âge du taux plein augmente progressivement au fil des générations.

Le taux de cotisations dans les régimes obligatoires est le même pour les salariés et les employeurs et est égal

à 9,3%⁽⁴⁾. Le taux de cotisation total (part salariale + part employeur, soit 18,6%) est ainsi inférieur à ce qui est observé en Italie (33%), en France (27,5%), aux Pays-Bas (25,6%) et en Suède (21,7%) mais supérieur à la Belgique (16,4%).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ALLEMANDS EN 2020

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	2 811	33 803	40,5%	28,4%
Obligations	114	1 367	1,6%	0,6%
Actions cotées	424	5 096	6,1%	5,2%
Actions non cotées	124	1 496	1,8%	10,2%
Autres participations	256	3 082	3,7%	7,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	732	8 804	10,5%	4,7%
Provisions techniques d'assurance non-vie	414	4 976	6,0%	1,7%
Assurance-vie	1 095	13 165	15,8%	35,0%
Fonds de pension	949	11 412	13,7%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	30	367	0,4%	7,1%
Patrimoine financier total	6 950	83 567	100,0%	100,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les contrats d'assurance-vie et fonds de pension représentent 29,5% du patrimoine financier des ménages allemands. La part de ces produits de long terme dans le patrimoine financier des ménages reste très stable dans le temps. Elle est toujours restée aux alentours de 30% depuis 10 ans. Elle reste inférieure à ce qui est observé en France (35%).

Dans les contrats d'assurance-vie, les contrats en unités de compte ne représentent que 9% des provisions mathématiques. C'est deux fois moins qu'en France et c'est le pourcentage le moins élevé parmi les 6 pays sous revue.

Afin de faire face au vieillissement de la population, au ralentissement de la croissance et à la baisse des

taux de remplacement des régimes de retraite obligatoires, le gouvernement Schröder a mis en œuvre une réforme importante des retraites au début des années 2000. L'épargne retraite privée a été encouragée par un ensemble de subventions et d'incitations fiscales.

En 2002, les régimes de retraite d'entreprise, traditionnellement proposés sur une base volontaire par les entreprises, ont été transformés en un droit des salariés à disposer d'une rémunération différée en cotisant à un

(4) Source : OCDE 2020. Inclut l'assurance invalidité en Allemagne et inclut les régimes professionnels obligatoires en capitalisation en Suède et aux Pays-Bas.

régime de retraite d'entreprise. Les taux de couverture des plans professionnels s'élèvent à 57%, avec des disparités importantes selon la taille de l'entreprise : 83% des salariés sont couverts dans les entreprises de plus de 1 000 employés, contre 25% dans les entreprises de moins de 5 salariés⁽⁵⁾.

La même année, la réforme Riester, d'après le secrétaire au travail de l'époque, Walter Riester, a été introduite pour stimuler l'épargne retraite individuelle et, en 2005, les fonds « Rürup » ont été introduits pour faire bénéficier les professions indépendantes de dispositifs de retraite individuels. Ils restent beaucoup moins répandus que les fonds « Riester ».

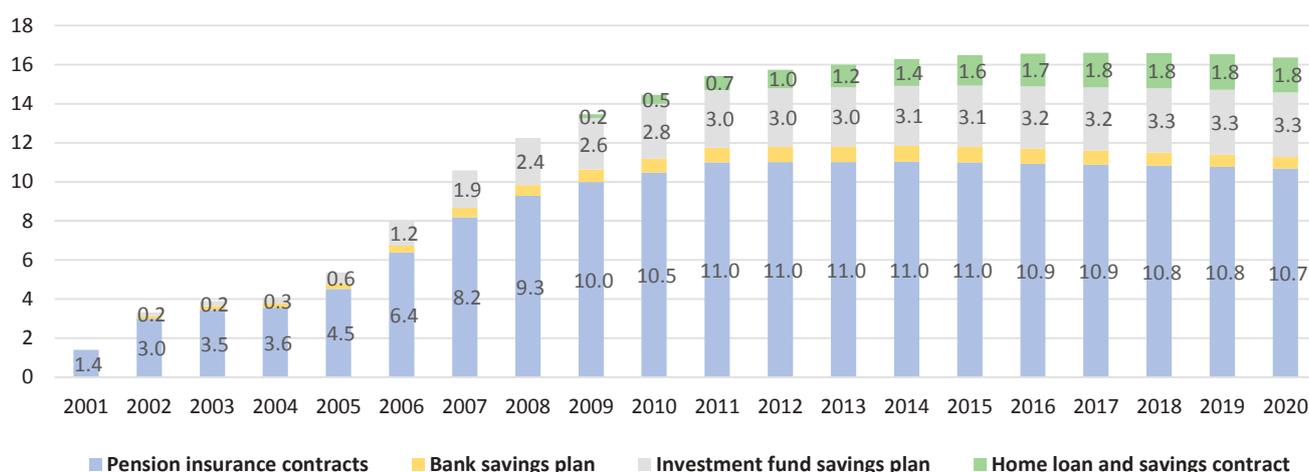
Les contrats « Riester » concernent tous types d'individus et peuvent être commercialisés par toutes les types d'intermédiaires.

Il existe quatre catégories⁽⁶⁾ de plans « Riester » :

- les plans d'épargne bancaire ;
- les fonds communs de placements ;
- les contrats d'assurance vie en unités de compte, et
- les contrats d'assurance vieillesse.

Depuis 2008, il est également possible d'acheter ou de faire construire sa résidence principale dans le cadre d'un contrat « Riester ».

EVOLUTION DU NOMBRE DE CONTRATS RIESTER EN ALLEMAGNE DEPUIS LEUR CRÉATION (MILLIONS DE CONTRATS)



Source : Bundesministerium für Arbeit und Soziales

Souvent attaqués à cause des frais trop élevés et donc d'un rendement réel trop faible la croissance des contrats « Riester » s'est essoufflée sur les dix dernières

années. Nous observons même, depuis 2019, une légère baisse du nombre de contrats ouverts.

(5) Conseil d'orientation des retraites (COR) - *Panorama des systèmes de retraite en France et à l'étranger* - Quinzième rapport - 17 décembre 2020 : https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport_international_2020.pdf

(6) OEE Septembre 2019 : *German Pension System – the state of public, private and company pension schemes, and the need for reform*

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN ALLEMAGNE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019	France en % du total
Obligations	933,1	34,0%	2,6%	53,4%
<i>dont obligations d'État</i>	412,5	15,0%	10,9%	26,6%
<i>dont obligations d'entreprises</i>	495,8	18,1%	-3,2%	24,5%
<i>dont obligations structurées</i>	18,1	0,7%	-5,7%	2,1%
<i>dont obligations sécurisées</i>	6,7	0,2%	9,3%	0,2%
Actions et autres participations	291,6	10,6%	5,4%	9,3%
<i>dont actions cotées</i>	18,6	0,7%	-24,7%	2,6%
<i>dont actions non cotées</i>	254,3	9,3%	1,9%	3,2%
<i>dont autres participations</i>	9,6	0,3%	336,1%	2,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	742,8	27,1%	2,1%	23,7%
Crédits	328,2	12,0%	0,3%	1,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	270,0	9,8%	-4,2%	5,2%
Immobilier	28,4	1,0%	-8,4%	1,2%
Autres	148,9	5,4%	4,0%	5,6%
Total des actifs	2 742,9	100,0%	1,7%	100,0%

Source : Eurostat (comptes financiers nationaux selon le SEC 2010), EIOPA Insurance statistics pour les obligations et investissements immobiliers, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3% en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4% à Malte et 3% en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

La composition du portefeuille des compagnies d'assurance allemandes est finalement assez proche de ce que l'on peut observer en France, avec toutefois un poids moins important des obligations détenues en direct. En effet, ces dernières représentent 34% de l'actif financier et non financier des compagnies d'assurance en Allemagne contre plus de la moitié (53,4%) en France.

Dans les deux pays, les actions détenues en direct représentent environ 10% des placements des compagnies d'assurance, et l'épargne intermédiée à travers des fonds communs de placement environ un quart des placements.

Comme en France, on note en 2020, une augmentation en valeur du portefeuille d'actions (+5,4%). Cette hausse reste cependant moins importante qu'en France (+9,3%), probablement en partie à cause du fait que la

part d'actions non-cotées est plus élevée en Allemagne. Il convient toutefois de rester prudents dans l'interprétation de ces chiffres, étant données les incertitudes qui persistent sur les méthodes utilisées pour la valorisation des actions non cotées.

Enfin, il convient également de noter, que comme en Suède et en France, les obligations d'entreprises représentent une part significative des obligations détenues par les compagnies d'assurance en Allemagne : 53,1% contre 62% en Suède et 45,8% en France.

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION EN ALLEMAGNE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019
Obligations	57,8	8,2%	5,6%
Actions et autres participations	32,8	4,7%	24,1%
<i>dont actions cotées</i>	0,8	0,1%	-66,0%
<i>dont actions non cotées</i>	5,5	0,8%	13,7%
<i>dont autres participations</i>	26,6	3,8%	37,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	449,9	64,0%	- 11,1%
Crédits	32,6	4,6%	1,8%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	85,8	12,2%	- 4,7%
Autres	43,6	6,2%	4,6%
Total des actifs financiers	702,5	100,0%	- 6,5%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

La gestion du portefeuille des fonds de pension en Allemagne est très largement intermédiée. En effet, les fonds d'investissement représentent 64% du portefeuille des fonds de pension en Allemagne, contre 46,4% en moyenne dans l'ensemble de pays sous revue. Ce phénomène s'est par ailleurs accentué au cours des dix

dernières années. En 2010, les fonds d'investissement non monétaires ne représentaient que 38,9% de l'en-cours des actifs financiers des fonds de pension tandis que les liquidités représentaient 39,3% (contre 12,2% en 2020).

Belgique

En Belgique, le système de retraite est constitué de trois piliers, mais comme en France, en Italie, en Espagne et en Allemagne, c'est le premier pilier par répartition qui reste le plus important des trois piliers. Le taux de remplacement brut des pensions pour les hommes à 46,8%⁽⁷⁾, proche de la moyenne des pays de l'Union européenne (52%), se situe entre l'Allemagne (38,7%) et la France (60,1%).

Parmi les pays couverts dans notre panorama, la Belgique est celui où le taux de cotisations dans les régimes obligatoires est le plus faible⁽⁸⁾ : 7,5% pour la part salariale et 8,9% pour la part employeur, soit 16,4% au total contre 27,5% en France et 33% en Italie. Dans le même

temps, c'est le pays dans lequel le ratio du niveau de vie des personnes âgées sur le niveau de vie de la population totale est le plus bas (79,7%)⁽⁹⁾. C'est en France que ce ratio est le plus élevé, il atteint 103,2%.

En 2013, le ministre des Pensions et la ministre des Indépendants ont institué ensemble la Commission « Réforme des pensions 2020-2040 ». Cette Commission,

(7) OECD iLibrary | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)

(8) Source : OCDE 2020.

(9) Source: base de données sur la distribution des revenus de l'OCDE, 2020.

constituée de 12 experts, a reçu pour mission de proposer des scénarios pour de futures réformes des trois régimes de pensions légales.

En 2015 a été créé le Conseil académique des pensions⁽¹⁰⁾ ayant pour mission d'adresser aux ministres concernés un avis scientifique étayé sur toutes les propositions en matière de pension.

Le poids de l'assurance-vie et des fonds de pension dans le patrimoine financier des ménages belges (22,4%) reste plus faible que dans les autres pays, sauf l'Espagne, et plus de 10 points de pourcentage en dessous de la moyenne des pays sous revue dans notre étude (35%). Toutefois, ce faible pourcentage est en partie expliqué par le fait que les plans d'épargne retraite du pilier 3 peuvent être gérés par des sociétés de gestion et apparaissent ainsi dans la catégorie fonds d'investissement.

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES BELGES EN 2020

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	466	40 441	32,2%	28,4%
Obligations	34	2 924	2,3%	0,6%
Actions cotées	74	6 440	5,1%	5,2%
Actions non cotées	171	14 833	11,8%	10,2%
Autres participations	126	10 905	8,7%	7,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	224	19 405	15,4%	4,7%
Provisions techniques d'assurance non-vie	14	1 223	1,0%	1,7%
Assurance-vie	204	17 729	14,1%	35,0%
Fonds de pension	120	10 384	8,3%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	16	1 393	1,1%	7,1%
Patrimoine financier total	1 448	125 678	100,0%	100,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

(10) <https://www.conseilacademiquedepensions.be/>

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN BELGIQUE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019	France en % du total
Obligations	207,6	55,3%	1,5%	53,4%
<i>dont obligations d'État</i>	143,8	38,3%	1,6%	26,6%
<i>dont obligations d'entreprises</i>	61,0	16,3%	0,7%	24,5%
<i>dont obligations structurées</i>	2,0	0,5%	58,1%	2,1%
<i>dont obligations sécurisées</i>	0,8	0,2%	-22,6%	0,2%
Actions et autres participations	24,6	6,5%	1,5%	9,3%
<i>dont actions cotées</i>	8,0	2,1%	-14,4%	2,6%
<i>dont actions non cotées</i>	10,4	2,8%	-4,3%	3,2%
<i>dont autres participations</i>	4,2	1,1%	8,9%	2,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	54,6	14,6%	1,5%	23,7%
Crédits	42,0	11,2%	12,8%	1,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	10,2	2,7%	-9,7%	5,2%
Immobilier	8,1	2,2%	4,5%	1,2%
Autres	28,1	7,5%	17,2%	5,6%
Total des actifs	375,2	100,0%	3,4%	100,0%

Source : Eurostat (comptes financiers nationaux selon le SEC 2010), EIOPA Insurance statistics pour les obligations et investissements immobiliers, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme en France, les obligations détenues en direct représentent plus de la moitié de l'actif des compagnies d'assurance en Belgique. Le poids de actions et parts de fonds d'investissement y est en revanche plus faible, en partie à cause d'une importance relative supérieure des prêts. Ces derniers représentent 11,2% de l'actif contre seulement 1,6% en France.

Par ailleurs, les obligations détenues par les compagnies d'assurance belges sont, comme en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas, majoritairement (69,3%) des obligations d'État. En France, les obligations d'État représentent moins de la moitié des obligations détenues par les compagnies d'assurance.

Concernant les fonds d'investissement, il convient de noter qu'en Belgique, les fonds détenus par l'ensemble des agents économiques sont majoritairement des

fonds multi-actifs (53,4%) et des fonds actions (29%). Les fonds obligataires ne représentent que 7,6% de l'actif net total de l'ensemble des fonds d'investissement nationaux contre 18% en moyenne dans les six pays sous revue. C'est le pays où ce pourcentage est le plus faible. Ainsi, si les compagnies d'assurance belges sont relativement peu exposées au marché actions directement, elles le sont tout de même en partie à travers les fonds d'investissements détenus, qui sont plus majoritairement des fonds actions ou multi-actifs.

Comme en Espagne et en Suède, la part de l'immobilier de placement dans l'actif des compagnies d'assurance (2,2%) est plus élevée que dans les autres pays, notamment la France (1,2%).

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION EN BELGIQUE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019
Obligations	4,5	10,6%	3,3%
Actions et autres participations	3,1	7,3%	1,8%
<i>dont actions cotées</i>	2,6	6,1%	3,1%
<i>dont actions non cotées</i>	0,5	1,1%	-5,4%
<i>dont autres participations</i>	0,0	0,1%	13,8%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	32,7	76,0%	9,1%
Crédits	0,2	0,4%	-24,0%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	2,0	4,7%	47,1%
Autres	0,5	1,1%	-42,4%
Total des actifs financiers	43,0	100,0%	7,9%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Le montant de l'actif financier total des fonds de pension belges est relativement faible : 43 milliards d'euros. En effet, comme nous l'avons rappelé précédemment, l'importance du système de retraite public par répartition explique en partie le poids plus faible des produits d'épargne retraite complémentaires dans les placements financiers des ménages. En outre, les produits d'épargne retraite individuels sont gérés soit par des sociétés de gestion, soit par des compagnies d'assurance.

Les trois quarts du portefeuille des fonds de pension belges sont concentrés sur des parts de fonds d'investissement non monétaires. Ce pourcentage est nettement plus élevé que dans les autres pays sous revue (46,4% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

Espagne

Pour leur retraite, les ménages espagnols comptent principalement sur le système public de retraite par répartition qui offre, après l'Italie (79,5%), le meilleur taux de remplacement brut pour les hommes (72,3%) parmi les pays couverts dans cette étude.

Comme en France, les régimes complémentaires facultatifs d'épargne retraite sont relativement peu développés en Espagne, en raison de l'importance du régime de retraite public obligatoire par répartition. L'Espagne est le pays où l'encours des avoirs des ménages détenus sous forme de contrats d'assurance-vie et de fonds de pension par habitant est le plus faible (16,3% contre 29,4% en moyenne dans les pays de notre échantillon).

Moins de 9% de la population active (et moins de 11% des salariés) est couverte par des régimes complémentaires professionnels d'épargne retraite à adhésion facultative et moins de 42 000 retraités ont perçu des prestations de ces régimes en 2019⁽¹¹⁾.

Face à la crise sanitaire en 2020, plusieurs pays, dont l'Espagne, ont décidé de faciliter l'accès à l'épargne retraite. L'Espagne autorise les membres de certains régimes à retirer leurs avoirs s'ils se retrouvent au chômage.

Par ailleurs, historiquement et culturellement, c'est un pays où les ménages épargnent peu (le taux d'épargne des ménages y est inférieur par rapport aux autres pays d'Europe) et où les actifs non financiers (notamment immobiliers) représentent une part importante du patrimoine des ménages.

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ESPAGNOLS EN 2020

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	976	20 627	42,4%	28,4%
Obligations	12	245	0,5%	0,6%
Actions cotées	113	2 395	4,9%	5,2%
Actions non cotées	139	2 933	6,0%	10,2%
Autres participations	269	5 675	11,7%	7,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	339	7 152	14,7%	4,7%
Provisions techniques d'assurance non-vie	17	355	0,7%	1,7%
Assurance-vie	200	4 227	8,7%	35,0%
Fonds de pension	175	3 704	7,6%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	65	1 373	2,8%	7,1%
Patrimoine financier total	2 304	48 687	100,0%	100,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

(11) Source: Better Finance, "Pension Savings – the Real Return"

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN ESPAGNE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019	France en % du total
Obligations	221,4	69,6%	0,1%	53,4%
<i>dont obligations d'État</i>	159,9	50,2%	-0,3%	26,6%
<i>dont obligations d'entreprises</i>	56,7	17,8%	1,7%	24,5%
<i>dont obligations structurées</i>	3,8	1,2%	-2,4%	2,1%
<i>dont obligations sécurisées</i>	1,0	0,3%	-10,1%	0,2%
Actions et autres participations	19,3	6,0%	-5,6%	9,3%
<i>dont actions cotées</i>	6,4	2,0%	-18,8%	2,6%
<i>dont actions non cotées</i>	10,3	3,2%	0,2%	3,2%
<i>dont autres participations</i>	2,2	0,7%	0,0%	2,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	22,7	7,1%	0,6%	23,7%
Crédits	5,3	1,7%	56,1%	1,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	19,9	6,2%	6,5%	5,2%
Immobilier	6,7	2,1%	-0,4%	1,2%
Autres	23,1	7,2%	18,9%	5,6%
Total des actifs	318,3	100,0%	1,9%	100,0%

Source : Eurostat (comptes financiers nationaux selon le SEC 2010), EIOPA Insurance statistics pour les obligations et investissements immobiliers, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

L'Espagne est, parmi les pays sous revue, celui dans lequel les compagnies d'assurance ont la plus forte concentration de leur portefeuille (69,6 %) en obligations détenues directement. C'est également le pays où la part des obligations d'État dans les obligations détenues par les compagnies d'assurance est la plus élevée (72,2 %). Au total, l'encours d'obligations d'État détenues par les compagnies d'assurance espagnoles représente 160 milliards d'euros.

Parallèlement, les placements des compagnies d'assurance sont beaucoup moins intermédiés que dans les autres pays. Les parts de fonds d'investissement représentent 7,1 % de l'actif des compagnies d'assurance en Espagne, contre 23,7 % pour la France et en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue⁽¹²⁾.

Enfin, comme en Belgique et en Suède, la part de l'immobilier de placement dans l'actif des compagnies d'assurance (2,1 %) est plus élevée que dans les autres pays.

(12) La part des fonds d'investissement dans l'actif des compagnies d'assurance est la même pour la France que pour l'ensemble des pays sous revue en moyenne, à savoir 23,7 %.

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION EN ESPAGNE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019
Obligations	63,5	42,5%	-3,7%
Actions et autres participations	18,4	12,4%	-4,6%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	40,5	27,1%	9,1%
Crédits	0,0	0,0%	7,7%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	11,0	7,3%	-3,5%
Autres	15,9	10,7%	10,5%
Total des actifs financiers	149,3	100,0%	0,8%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme pour les compagnies d'assurance, les placements de fonds de pensions sont moins intermédiés en Espagne que dans les autres pays. Les parts de fonds d'investissement détenues en direct représentent

27,1% du total des placements des fonds de pension contre 46,4% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue.

Italie

L'Italie est le pays d'Europe dans lequel le taux de remplacement brut pour les hommes est le plus élevé : 79,5%. Le corolaire de cette relative générosité du système de retraite public est une charge financière plus importante pour les salariés et les employeurs. C'est le pays dans lequel le taux de cotisation global est le plus élevé : 9,2% pour la part salariale et 23,8% pour la part employeur, soit 33% au total. Malgré les réformes successives, l'Italie reste, avec la France, un des pays au monde où les dépenses pour le paiement des retraites sont les plus élevées en pourcentage du PIB : 16,7% contre 13,9% en France et 11,8% en moyenne dans les pays de l'OCDE.

Dans ce contexte, les ménages italiens, comme en Espagne, comptent principalement sur le système public par répartition pour leur retraite.

Toutefois, malgré le poids important du système de retraite public par répartition, il existe plusieurs produits d'épargne retraite complémentaires (piliers 2 et 3),

gérés en partie par les compagnies d'assurance. Ainsi le secteur de l'assurance est très présent. S'il reste moins important qu'en France (35%) le poids des contrats d'assurance-vie dans le portefeuille des ménages est significatif (18,4%).

Les ménages italiens ont notamment la possibilité de souscrire à des Fonds de Pension Individuels (PIP), des fonds de pension fermés et des fonds de pension ouverts. À fin 2019, le nombre total d'actifs souscrivant à un fonds de pension individuel ou collectif s'élevait à 8,264 millions. Les encours sous gestion des produits des piliers 2 et 3 s'élevaient à 114,46 milliards d'euros à fin 2019.

Afin d'inciter les ménages à constituer une épargne retraite complémentaire, le gouvernement italien a également engagé une réforme visant à apporter de la flexibilité dans la gestion des indemnités de fin de carrière (*Trattamento di Fine Rapporto* - TFR). Les salariés peuvent demander un débloqué anticipé, à hauteur

de 70% des capitaux accumulés au maximum, à titre exceptionnel en cas de problèmes de santé, de premier achat immobilier ou de congé parental. Depuis 2007, les salariés du secteur privé peuvent opter pour le versement de leurs cotisations au titre du TFR à un fonds de pension. De plus, une loi de 2015 permet aux salariés du secteur privé de recevoir leur TFR en avance sous forme de prêt bancaire.

Le pays est caractérisé par un poids important des obligations dans les placements des différents agents économiques. C'est notamment le seul pays d'Europe où les ménages détiennent des obligations en direct de manière significative (5,1 % du patrimoine financier total).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ITALIENS EN 2020

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	1 532	25 688	32,5%	28,4%
Obligations	244	4 087	5,2%	0,6%
Actions cotées	105	1 766	2,2%	5,2%
Actions non cotées	350	5 876	7,4%	10,2%
Autres participations	472	7 919	10,0%	7,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	674	11 299	14,3%	4,7%
Provisions techniques d'assurance non-vie	38	631	0,8%	1,7%
Assurance-vie	868	14 549	18,4%	35,0%
Fonds de pension	289	4 849	6,1%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	139	2 338	3,0%	7,1%
Patrimoine financier total	4 712	79 001	100,0%	100,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE ITALIENNES

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019	France en % du total
Obligations	603,5	62,2%	7,0%	53,4%
<i>dont obligations d'État</i>	432,8	44,6%	7,9%	26,6%
<i>dont obligations d'entreprises</i>	157,5	16,2%	4,9%	24,5%
<i>dont obligations structurées</i>	11,1	1,1%	7,7%	2,1%
<i>dont obligations sécurisées</i>	2,2	0,2%	-12,1%	0,2%
Actions et autres participations	101,6	10,5%	-0,3%	9,3%
<i>dont actions cotées</i>	35,2	3,6%	-10,1%	2,6%
<i>dont actions non cotées</i>	28,8	3,0%	-18,3%	3,2%
<i>dont autres participations</i>	29,7	3,1%	8,2%	2,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	230,8	23,8%	2,9%	23,7%
Crédits	2,2	0,2%	12,9%	1,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	16,0	1,6%	36,3%	5,2%
Immobilier	4,0	0,4%	-18,4%	1,2%
Autres	11,6	1,2%	4,1%	5,6%
Total des actifs	969,7	100,0%	5,4%	100,0%

Source : Eurostat (comptes financiers nationaux selon le SEC 2010), EIOPA Insurance statistics pour les obligations et investissements immobiliers, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3% en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4% à Malte et 3% en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme en Espagne, les placements des compagnies d'assurance italiennes sont très largement concentrés sur les obligations (62,2%) et notamment en obligations d'État qui représentent 71,7% des obligations détenues.

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION ITALIENS

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019
Obligations	59,8	52,9%	3,8%
Actions et autres participations	26,4	23,3%	6,9%
<i>dont actions cotées</i>	24,8	21,9%	13,9%
<i>dont actions non cotées</i>	1,6	1,4%	-44,5%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	19,4	17,1%	12,1%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	7,5	6,7%	6,5%
Total des actifs financiers	113,1	100,0%	6,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

L'encours total des placements des fonds de pension, présentés comme tels dans la comptabilité nationale, ne représente que 9% du total des placements des investisseurs institutionnels italiens. Ceci s'explique en partie par le fait qu'une partie des fonds d'épargne retraite complémentaire est gérée par des compagnies d'assurance et des administrations publiques.

Contrairement à ce qui est observé dans les autres pays, les placements des fonds de pension italiens sont relativement peu intermédiés. Les parts de fonds d'in-

vestissement représentent seulement 17,1% de leurs placements financiers contre 46,4% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue. C'est en même temps le pays dans lequel la part des obligations détenues en direct par les fonds de pension est la plus élevée, ce qui confirme, comme nous l'avons rappelé plus tôt, la prépondérance de l'investissement obligataire pour l'ensemble des agents économiques dans ce pays.

Pays-Bas

Les Pays-Bas se distinguent des autres pays de notre échantillon par un taux particulièrement élevé à la charge des salariés (20,6%) pour le financement des retraites professionnelles (quasi) obligatoires. Ainsi, le poids des fonds de pension est beaucoup plus important que dans les autres pays, aussi bien dans le portefeuille financier des ménages (62,6%) que dans le total des placements financiers des investisseurs institutionnels (77%).

Étant donné la place importante occupée par les fonds de pension, les contrats d'assurance-vie représentent en revanche, comme en Suède, une proportion plus faible de patrimoine financier des ménages : 5,8% au Pays-Bas et 6,8% en Suède contre 18,2% en moyenne dans les pays de notre échantillon. Ces deux pays sont également les deux pays dans lesquels la valeur du patrimoine financier des ménages a le plus progressé en 2020. Cette croissance peut être expliquée, au moins en partie, par des flux nets de placements plus importants dans ces pays où la culture de l'investissement de long terme est plus présente ou par une meilleure performance des portefeuilles, sans doute mieux diversifiés.

Il est également intéressant de noter qu'au total les avoirs liquides (monnaie et dépôts) représentent dans ces deux pays une partie moins importante du patrimoine financier total (respectivement 15,6% aux Pays-Bas et 13,6% en Suède contre 31,3% en moyenne dans la zone euro).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES NÉERLANDAIS EN 2020

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	479	27 510	15,6%	28,4%
Obligations	4	212	0,1%	0,6%
Actions cotées	39	2 247	1,3%	5,2%
Actions non cotées	256	14 732	8,4%	10,2%
Autres participations	17	966	0,5%	7,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	97	5 563	3,2%	4,7%
Provisions techniques d'assurance non-vie	9	541	0,3%	1,7%
Assurance-vie	179	10 264	5,8%	35,0%
Fonds de pension	1 922	110 415	62,6%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	69	3 981	2,3%	7,1%
Patrimoine financier total	3 071	176 431	100,0%	100,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE AUX PAYS-BAS

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019	France en % du total
Obligations	201,7	37,4%	3,8%	53,4%
<i>dont obligations d'État</i>	129,2	24,0%	-0,6%	26,6%
<i>dont obligations d'entreprises</i>	65,5	12,2%	16,9%	24,5%
<i>dont obligations structurées</i>	0,7	0,1%	12,4%	2,1%
<i>dont obligations sécurisées</i>	6,3	1,2%	-17,1%	0,2%
Actions et autres participations	30,0	5,6%	13,8%	9,3%
<i>dont actions cotées</i>	12,3	2,3%	0,3%	2,6%
<i>dont actions non cotées</i>	16,0	3,0%	13,4%	3,2%
<i>dont autres participations</i>	0,0	0,0%	0,0%	2,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	99,9	18,5%	1,5%	23,7%
Crédits	110,1	20,4%	7,7%	1,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	16,1	3,0%	3,0%	5,2%
Immobilier	4,0	0,7%	-25,9%	1,2%
Autres	77,2	14,3%	17,9%	5,6%
Total des actifs	539,0	100,0%	6,1%	100,0%

Source : Eurostat (comptes financiers nationaux selon le SEC 2010), EIOPA Insurance statistics pour les obligations et investissements immobiliers, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3% en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4% à Malte et 3% en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme en Allemagne et en Suède, les compagnies d'assurance aux Pays-Bas détiennent moins d'obligations en direct (37,4%) que dans l'ensemble des pays sous revue (47% en moyenne). Les obligations détenues sont majoritairement des obligations d'État (64,1%).

Les prêts représentent par ailleurs une part beaucoup plus importante (20,4%) de l'actif des compagnies d'assurance qu'en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue (3,7%). Cela explique en partie le moindre poids des obligations, mais aussi des actions et fonds d'investissement.

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION AUX PAYS BAS

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019
Obligations	564,4	29,6%	13,3%
Actions et autres participations	231,5	12,1%	6,8%
<i>dont actions cotées</i>	210,5	11,0%	8,3%
<i>dont actions non cotées</i>	21,0	1,1%	-6,0%
<i>dont autres participations</i>	0,0	0,0%	0,0%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	802,8	42,1%	3,5%
Crédits	23,5	1,2%	-27,7%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	63,4	3,3%	49,5%
Autres	220,4	11,6%	35,2%
Total des actifs financiers	1 906,0	100,0%	10,3%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Avec un encours total de placements financiers des fonds de pension égal à 1 906 milliards d'euros, les Pays-Bas sont de loin le premier pays de la zone euro en termes de poids des fonds de pension. Les actifs financiers des fonds de pension néerlandais représentent environ 60% du total des actifs financiers des fonds de pension de la zone euro. Ce montant reste inférieur au montant total des placements financiers des compagnies d'assurance en France (2 831 Md€) et en Allemagne (2 743 Md€) en valeur absolue, mais rapporté au nombre d'habitants il est plus de deux fois supérieur, voire trois fois supérieur comparé à l'Allemagne. En dix ans, cet encours a plus que doublé, passant de 873 Md€ en 2011 à 1 906 Md€ en 2020. Il s'agit majoritairement de fonds de pension professionnels.

Comme dans les autres pays, les placements des fonds de pension aux Pays-Bas sont largement intermédiés. Les fonds d'investissements représentent 42,1% des placements financiers, soit plus du double que pour les compagnies d'assurance.

Après la Suède, c'est aux Pays-Bas que la valeur des placements des fonds de pension a le plus augmenté en 2020.

Suède

La Suède a un régime public géré en capitalisation obligatoire, qui s'ajoute au régime public géré en répartition. Aussi le poids des fonds de pension est important, même s'il reste moins élevé qu'aux Pays-Bas. En dix ans, le montant de l'actif total des fonds de pension a plus que doublé. Cette évolution fait notamment suite à une réforme importante des retraites dans le pays mise en place depuis 2001.

C'est par ailleurs le pays dans lequel les ménages détiennent le plus d'actions cotées de manière directe (7,4% de leur patrimoine financier contre 4,6% en moyenne dans les pays de notre étude) et de manière indirecte à travers les contrats d'assurance-vie (66%

des provisions techniques concernent des supports en unités de compte), les fonds de pension et les parts de fonds d'investissement. La part des fonds actions dans le total de l'actif net des fonds d'investissements suédois (66%, source EFAMA) est bien supérieure à ce qui peut être observé dans les autres pays de notre échantillon (23% en moyenne sur l'ensemble des pays).

Pourtant, malgré la mauvaise performance des marchés actions en 2020, c'est également le pays dans lequel l'en-cours total des placements financiers des ménages a le plus progressé cette année (+12,9% contre +5,4% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES SUÉDOIS EN 2020

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	230	22 309	13,6%	28,4%
Obligations	9	861	0,5%	0,6%
Actions cotées	125	12 149	7,4%	5,2%
Actions non cotées	189	18 285	11,1%	10,2%
Autres participations	318	30 789	18,7%	7,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	145	14 018	8,5%	4,7%
Provisions techniques d'assurance non-vie	9	893	0,5%	1,7%
Assurance-vie	116	11 263	6,8%	35,0%
Fonds de pension	529	51 196	31,1%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	29	2 802	1,7%	7,1%
Patrimoine financier total	1 700	164 565	100,0%	100,0%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN SUÈDE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019	France en % du total
Obligations	77,3	34,7%	1,2%	53,4%
<i>dont obligations d'État</i>	29,2	13,1%	18,0%	26,6%
<i>dont obligations d'entreprises</i>	48,0	21,5%	-6,9%	24,5%
<i>dont obligations structurées</i>	0,1	0,0%	-7,2%	2,1%
<i>dont obligations sécurisées</i>	0,0	0,0%	-15,0%	0,2%
Actions et autres participations	43,7	19,6%	20,1%	9,3%
<i>dont actions cotées</i>	24,9	11,2%	10,0%	2,6%
<i>dont actions non cotées</i>	10,8	4,8%	0,9%	3,2%
<i>dont autres participations</i>	3,0	1,3%	4,6%	2,9%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	77,6	34,8%	0,8%	23,7%
Crédits	3,1	1,4%	-10,7%	1,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	11,1	5,0%	9,5%	5,2%
Immobilier	5,5	2,5%	-0,6%	1,2%
Autres	4,6	2,1%	14,0%	5,6%
Total des actifs	222,9	100,0%	4,6%	100,0%

Source : Eurostat (comptes financiers nationaux selon le SEC 2010), EIOPA Insurance statistics pour les obligations et investissements immobiliers, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3% en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4% à Malte et 3% en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les investisseurs institutionnels suédois, aussi bien les compagnies d'assurance que les fonds de pension, se caractérisent par une part importante d'actions cotées détenues en direct. Les actions cotées détenues en direct représentent 11,2% du portefeuille financier des compagnies d'assurance (contre 2,2% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue) et 18,3% du portefeuille des fonds de pension (contre 10,4% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

Le poids des obligations est ainsi moins élevé que dans les autres pays. En outre, contrairement à ce qui est observé dans les autres pays, les obligations détenues par les compagnies d'assurance suédoises et les fonds de pension professionnels sont majoritairement des obligations d'entreprises (62% pour les compagnies d'assurance et 77% pour les fonds de pension professionnels).

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION EN SUÈDE

	2020 Md€	2020 %	2020 vs 2019
Obligations	123,3	21,2%	6,6%
Actions et autres participations	146,7	25,2%	16,0%
<i>dont actions cotées</i>	106,2	18,3%	15,0%
<i>dont actions non cotées</i>	31,7	5,5%	19,8%
<i>dont autres participations</i>	8,7	1,5%	14,0%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	275,2	47,3%	14,2%
Crédits	7,5	1,3%	6,0%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	21,0	3,6%	-0,4%
Autres	7,8	1,3%	10,4%
Total des actifs financiers	581,6	100,0%	12,2%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

C'est en Suède que la valeur du portefeuille financier des fonds de pension a le plus augmenté en 2020 (12,2%).

Conclusion de l'OEE

L'épargne des ménages joue un rôle essentiel dans nos économies où les États, comme les entreprises, ont d'importants besoins de financement. Ainsi, pendant la crise de la Covid-19 qui a frappé le monde depuis le début 2020, les flux d'épargne supplémentaire engendrés par les mesures de confinement ont en partie permis aux entreprises et aux États de continuer de trouver les financements souhaités sur les marchés obligataires comme sur les marchés d'actions, largement aidés en cela par les liquidités apportées par la Banque centrale européenne à hauteur de 1 850 Md€ en trois tranches au travers de son programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP). En France, entre le début de la crise, au printemps 2020, et la fin de l'année 2021, la Banque de France estime que les ménages devraient avoir épargné environ 200 Md€ de plus que ce qu'ils auraient épargné en temps normal, soit le double du montant du plan de relance français de 100 Md€.

L'allocation de cette épargne vers les différents supports d'investissement (liquidités, actions, obligations ou immobilier...) joue également un rôle primordial.

Or, comme nous le montrons dans cette section du rapport, la détention en direct par les ménages d'actions et d'obligations est finalement relativement faible dans tous les pays sous revue. Elle représente 23% du patrimoine financier des ménages en France et il existe des disparités notables entre les pays. C'est aux Pays-Bas que cette part de la détention directe d'obligations et d'actions dans le patrimoine financier des ménages est la plus faible (10%), tandis qu'elle atteint 38% en Suède.

C'est pourquoi les investisseurs institutionnels, tels qu'ils sont définis par l'Af2i, et les fonds d'investissement jouent un rôle de premier plan dans l'allocation de l'épargne des ménages vers les différents supports d'investissement. Les produits d'assurance-vie et les fonds de pension représentent en moyenne un tiers du patrimoine financier des ménages et aux Pays-Bas, où les retraites sont principalement financées par capitali-

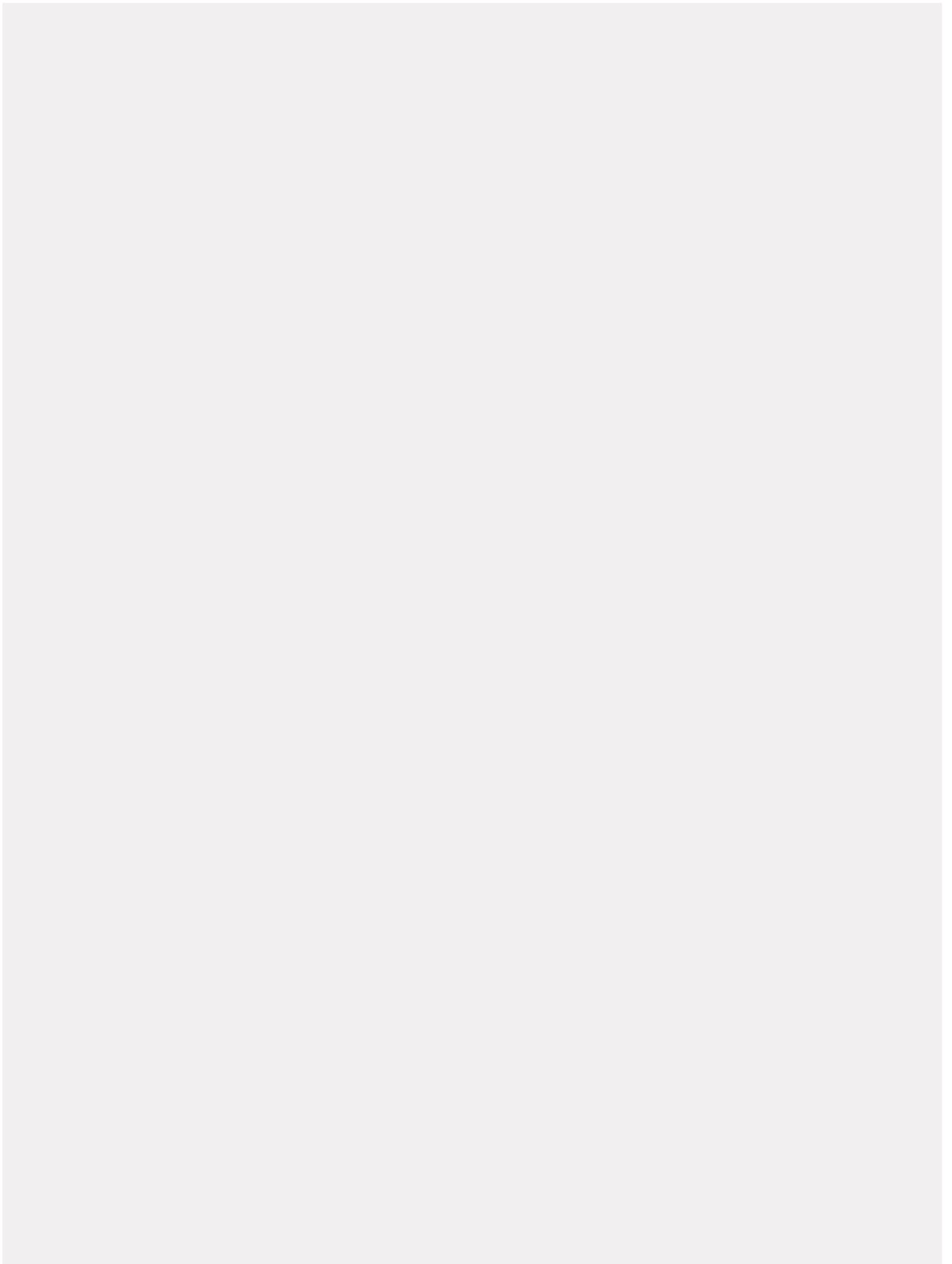
sation, les fonds de pension représentent plus de 60% du patrimoine financier des ménages.

En moyenne, les obligations représentent près de la moitié du portefeuille des compagnies d'assurance, tandis que les actions détenues en direct représentent moins de 10%. Parmi les obligations détenues, plus de la moitié sont des obligations d'État. La gestion du portefeuille des fonds de pension est quant à elle beaucoup plus intermédiée, puisque les fonds d'investissement représentent près de la moitié des montants investis.

L'exposition des ménages au risque actions, qu'elle soit directe ou indirecte, reste limitée avec des différences significatives selon les pays, les Pays-Bas et la Suède semblant accepter davantage ce risque que l'Allemagne ou la France.

Les obligations mobilisent, en revanche, une part importante de l'épargne des ménages européens à travers l'assurance-vie et les fonds de pension. L'arbitrage entre les obligations publiques qui comportent un risque faible mais dont le rendement est devenu très faible, voire négatif, et les obligations d'entreprise qui offrent un rendement plus attractif en contrepartie d'un risque plus élevé, s'opère différemment selon les États.

Enfin, par tradition, par prudence ou en raison de l'atrophie des rendements, les ménages conservent une part importante de leur épargne financière sous forme de liquidités. Là aussi les choix diffèrent sensiblement selon les pays, sans qu'il soit aisé de donner des explications simples à ces différences. Il serait utile de chercher à apprécier les déterminants de l'allocation de l'épargne financière qui peuvent tenir à une conjoncture exceptionnelle d'épargne abondante et de rendements faibles, aux régimes de financement des retraites dont la protection qu'ils apportent aux citoyens est très variable, ou encore à la culture financière et à celle du risque des différentes populations.



Annexes

Présentation de l'Af2i

Qui sommes-nous ?

L'association la plus représentative du monde institutionnel européen avec :

- **79 Membres Actifs**, entreprises et institutions, gérant plus de 3 000 Md€ d'actifs, quel que soit leur métier (assurance, retraite, prévoyance, mutuelle de santé, fonds de dotation, fondation, association, entité publique ou institution spéciale, entreprise à statut spécifique ...). **Tous ont le souci d'une gestion à long terme de leurs capitaux permanents.**
- **103 Membres Partenaires** exerçant les différents métiers de la gestion financière (sociétés de gestion de portefeuille, banques dépositaires, courtiers, consultants, agences de notations, fournisseurs d'indices,...).



Association française des investisseurs institutionnels

36, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél. 01 42 96 25 36

af2i@af2i.org

www.af2i.org

[in](https://www.linkedin.com/company/af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels) af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels

Cinq axes d'action

- **Fédérer les acteurs économiques** concernés par les métiers de la gestion institutionnelle.
- **Être un centre de réflexions**, de propositions et d'informations pour ses Membres Actifs, et lieu d'échanges réguliers avec les Membres Partenaires.
- **Représenter les membres auprès des diverses autorités** financières de régulation, de tutelle et de contrôle, nationales et européennes.
- **Recenser, synthétiser et faire connaître** les expériences et expertises institutionnelles dans les dimensions financières et extra-financières de leur gestion d'actifs.
- **Réunir les acteurs de tous niveaux pour partager** les interrogations, **réfléchir** aux pistes de solutions, promouvoir les expériences et **communiquer** sur les meilleures pratiques

Nos activités

- Une **veille réglementaire** stratégique.
- Une **enquête annuelle** sur le monde institutionnel.
- Des **travaux de recherche, guides et dossiers pratiques**.
- Une **contribution active** dans les groupes de travail de la Place de Paris.
- Des **propositions constructives** auprès des autorités et des associations professionnelles françaises et européennes.
- Des **réponses aux consultations** des autorités européennes ou internationales.

Liste des Membres Actifs de l'Af2i

- AG2R LA MONDIALE
- AGEAS FRANCE
- AGRICA
- ALLIANZ FRANCE
- ASSOCIATION DIOCÉSAINNE DE PARIS
- AVIVA FRANCE
- AXA FRANCE
- BANQUE DE FRANCE
- BNP PARIBAS CARDIF
- CAISSE CENTRALE DE RÉASSURANCE
- CAISSE DE PRÉVOYANCE ET DE RETRAITE DES NOTAIRES
- CAISSE DES RETRAITES DU SÉNAT
- CAMACTE
- CARAC
- CARMF
- CAVAMAC
- CAVP
- CCI DE PARIS
- CDC – DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS
- CDC – DIRECTION DES RETRAITES ET SOLIDARITÉ
- CERN PENSION FUND
- CNAVPL
- CNETP
- CNP ASSURANCES
- COFACE
- COVÉA
- CRÉDIT AGRICOLE ASSURANCES
- CROIX-ROUGE FRANÇAISE
- CRPNPAC
- EDF
- ENGIE
- ERAFP
- EULER HERMES FRANCE
- FÉDÉRATION HABITAT ET HUMANISME
- FONDS DE DOTATION DU LOUVRE
- FONDS DE GARANTIE DES DÉPÔTS
- FONDS DE GARANTIE (FGAO)
- FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES
- FONS DE RESERVA DE JUBILACIÓ
- FRANCE HORIZON
- GENERALI FRANCE
- GROUPAMA ASSURANCES MUTUELLES
- GROUPE APICIL
- GROUPE B2V
- GROUPE IRCEM
- GROUPE MACSF
- GROUPE MNCAP
- GROUPE PASTEUR MUTUALITÉ
- GROUPE VVV
- HSBC FRANCE
- LA BANQUE POSTALE
- LA BANQUE POSTALE IARD-PREVOYANCE
- LA CIPAV
- LA MUTUELLE GÉNÉRALE
- L'AUXILIAIRE
- LE CONSERVATEUR
- MACIF MUTAVIE FINANCE
- MAIF
- MALAKOFF HUMANIS
- MATMUT
- MÉDICIS
- MGEN
- MIF
- MUTUELLE DES ARCHITECTES FRANÇAIS (MAF)
- NATIXIS ASSURANCES
- NEUFLIZE VIE
- OCIRP
- OPTIMUM VIE
- ORANO
- PREFON
- PREPAR
- PRO BTP
- SACRA
- SCOR SE
- SHAM
- SMABTP
- SMACL
- SOFIPROTÉOL
- SURAVENIR
- SWISS LIFE FRANCE
- THÉLEM
- UMR

(Liste au 30 juin 2021)



association française
des investisseurs
institutionnels

Cette enquête est une publication de l'Association française des investisseurs institutionnels

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 • Agrément n°00155634 délivré le 26/07/2002

36, rue de l'Arcade • 75008 Paris
Tél. : 01 42 96 25 36 • Fax : 01 73 76 63 95

www.af2i.org

Président : Hubert Rodarie
Délégué général : Christophe Nijdam
Directeur : Sylvie Malécot
Consultant : Éric Pagniez
Directrice de la communication : Émilie Balard

af2i@af2i.org

CONCEPTION GRAPHIQUE ET MAQUETTE SOPHIE CHATENAY • IMPRESSION C2PRINT
© ILLUSTRATIONS : STOCK.ADOBE.COM
© ILLUSTRATION EN COUVERTURE : FREEPIK.COM

ISSN 2781-4777
Prix public
3 500 € HT